

PROPUESTA DE VALORACIÓN FINANCIERA POR MEDIO DE LA
HERRAMIENTA DE FLUJO DE CAJA LIBRE DESCONTADO PARA LA
EMPRESA AJF FARMA S.A.S.

GIOVANNI GORDILLO SAAVEDRA
RUDDY NATHALIE BARRERA MORALES
VÍCTOR ALFONSO CÓRDOBA VALERO

UNIVERSIDAD PILOTO DE COLOMBIA
POSTGRADO
ESPECIALIZACIÓN GERENCIA Y ADMINISTRACIÓN FINANCIERA
BOGOTÁ
2016

PROPUESTA DE VALORACIÓN FINANCIERA POR MEDIO DE LA
HERRAMIENTA DE FLUJO DE CAJA LIBRE DESCONTADO PARA LA
EMPRESA AJF FARMA S.A.S.

GIOVANNI GORDILLO SAAVEDRA
RUDDY NATHALIE BARRERA MORALES
VÍCTOR ALFONSO CÓRDOBA VALERO

TRABAJO DE GRADO

WILLIAM DÍAZ HENAO
DIRECTOR TRABAJO DE GRADO

UNIVERSIDAD PILOTO DE COLOMBIA
POSTGRADO
ESPECIALIZACIÓN GERENCIA Y ADMINISTRACIÓN FINANCIERA
BOGOTÁ
2016

TABLA DE CONTENIDO

	Pág.
RESUMEN.....	10
INTRODUCCIÓN.....	11
1. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA	13
1.1. DESCRIPCIÓN GENERAL.....	13
1.1.1. Nombre de la Empresa.	13
1.1.2. Tipo de empresa	13
1.1.3. Ubicación	13
1.1.4. Tamaño	13
1.1.5. Visión	13
1.1.6. Misión.....	13
1.1.7. Objetivos Estratégicos.....	14
1.1.8. Ventajas Competitivas.....	14
1.1.9. Descripción de la Industria.	15
1.1.10. Productos o Servicios	15
1.2. EL MERCADO	16
1.2.1. Tamaño del mercado	17
1.2.2. Descripción de la competencia	18
1.2.3. Participación de la empresa y de su competencia en el mercado.....	19
1.3. PROCESO DE COMERCIALIZACIÓN Y PRESTACIÓN DE SERVICIO..	19
1.3.1. Descripción del proceso	19
1.3.2. Diagrama del proceso	21
1.4.1. Organigrama de la empresa.....	23
1.4.2. Cuadro informativo de los sueldos y salarios.	25
2. EL PROBLEMA	26
2.1. JUSTIFICACIÓN.....	26
2.2. OBJETIVO GENERAL.....	26
2.2.1. OBJETIVOS ESPECÍFICOS	26

2.3. MARCO REFERENCIAL	27
2.3.1. Índices de liquidez:	28
2.3.2. Índices de actividad:	29
2.3.3. Índices de endeudamiento:	30
2.3.4. Índices de rentabilidad:	31
2.4. DIAGNÓSTICO	32
2.4.1. Análisis cualitativo	32
2.4.2. ANÁLISIS CUANTITATIVO	37
3. METODOLOGÍA	56
3.1. FASE 1. Recolección de información y análisis de la empresa	56
3.2. FASE 2. Diagnóstico financiero	56
3.3. FASE 3. Definición de estrategias de generación de Valor	57
3.4. FASE 4. Diseño, Desarrollo y validación del modelo Financiero en Excel	57
3.5. FASE 5. Sustentación del trabajo ante la empresa y ante el jurado de la Universidad	58
4. RESULTADOS	59
4.1. Estrategias de generación de valor.	59
4.2. Supuestos Macroeconómicos	62
4.3. Participación de las cuentas para la proyección de los estados financieros	63
4.5. Estado de Resultados Proyectado	66
4.6. Balance general proyectado	68
4.7. Indicadores e inductores financieros proyectados	70
CONCLUSIONES	79
RECOMENDACIONES	81

LISTA DE TABLAS

	pág.
Tabla 1. ventajas competitivas AJF FARMA S.A.S.	14
Tabla 2. descripción de la competencia	18
Tabla 3. sueldos asignados en AJF FARMA S.A.S. (supuestos).	25
Tabla 4. balance general 2011 – 2015 (activo)	37
Tabla 5. composición del activo	38
Tabla 6. balance general 2011 – 2015 (pasivo y patrimonio)	39
Tabla 7. composición del pasivo y patrimonio.	40
Tabla 8. análisis de tendencia del estado de resultados	41
Tabla 9. flujo de caja histórico método tradicional	42
Tabla 10. rotación de cartera	43
Tabla 11. rotación de inventarios	43
Tabla 12. ciclo de caja	44
Tabla 13. margen bruto de utilidad	44
Tabla 14. margen neto	45
Tabla 15. rentabilidad del activo – roa	45
Tabla 16. rentabilidad de los activos operacionales netos - rona	45
Tabla 17. razón de endeudamiento	46
Tabla 18. matriz foda AJF FARMA S.A.S.	53
Tabla 19. desarrollo de estrategias	59
Tabla 20. escenarios	61
Tabla 21. supuestos macroeconómicos	62
Tabla 22. supuestos de crecimiento para proyecciones.	62
Tabla 23. participación sobre el total de ingresos operacionales	63
Tabla 24. participación sobre el total de gasto operacional de administración	63
Tabla 25. participación sobre el total del gasto operacional de administración	64
Tabla 26. participación sobre el total del gasto no operacional	64
Tabla 27. participación de propiedad, planta y equipo	64
Tabla 28. participación de los activos y pasivos	65
Tabla 29. flujo de caja proyectado	65
Tabla 30. estado de resultados proyectado	66
Tabla 31. balance general proyectado	68
Tabla 32. composición del activo proyectado	69
Tabla 33. composición del pasivo y patrimonio proyectado	70
Tabla 34. rotación de inventarios proyectados	70
Tabla 35. rotación de cartera proyectada	70
Tabla 36. ciclo de caja proyectado	71

Tabla 37. valor de mercado de la empresa en el año cero	74
Tabla 38. valorización del patrimonio en el año cero	76
Tabla 39. variable costos en la simulación montecarlo	77
Tabla 40. variable ingresos operacionales en la simulación montecarlo	77
Tabla 41. promedio de mil simulaciones	78

LISTA DE GRÁFICAS

	Pág.
Gráfico 1. Consumo aparente (producción+ importaciones cif+ exportaciones fob) del sector farmacéutico en colombia.	17
Gráfico 2. KTNO	47
Gráfico 3. Productividad de KTNO.....	47
Gráfico 4. EBITDA	48
Gráfico 5. Margen EBITDA	48
Gráfico 6. Palanca de crecimiento	49
Gráfico 7. Productividad de capital fijo.....	49
Gráfico 8. Productividad del capital de trabajo ktno	50
Gráfico 9. ROE.....	50
Gráfico 10. Relación RONA y WACC	51
Gráfico 11. EVA (economic value added)	52
Gráfico 12. Rentabilidad del activo – ROA – proyectado	71
Gráfico 13. Productividad del KTNO proyectado	72
Gráfico 14. EBITDA proyectado.....	72
Gráfico 15. Margen EBITDA	73
Gráfico 16. Palanca de crecimiento PDC proyectada	73
Gráfico 17. Relación RONA y WACC	74

LISTA DE FIGURAS

	Pág.
Figura 1. Agremiaciones sector farmacéutico	16
Figura 2. Modelo de atención a pacientes	21
Figura 3. Distribución de medicamentos	22
Figura 4. Modelo de atención programas especiales o call center	22
Figura 5. Estructura organizacional AJF FARMA S.A.S.	23
Figura 6. Estructura por dirección comercial.....	23
Figura 7. Estructura por dirección administrativa y financiera.....	24

LISTA DE ANEXOS

	Pág.
Anexo A.	
Carta de autorización uso de información financiera AJF FARMA S.A.S.....	89
Anexo B.	
Carta de aprobación propuesta AJF FARMA S.A.S.....	90

RESUMEN

La empresa AJF FARMA S.A.S. con 14 años en el mercado Colombiano trabajando en la comercialización de medicamentos, de tele mercadeo y como operador logístico; tiene la necesidad de conocer el valor de la empresa, revisar el desempeño que ha tenido la compañía y la proyección de acuerdo al plan estratégico en desarrollo; es importante tener en cuenta que la empresa ha crecido en sus ventas a través de los años sin garantizar que esté cumpliendo con el objetivo de generar valor.

Por lo anterior, el equipo de especialistas en Gerencia y Administración Financiera de la Universidad Piloto de Colombia propone realizar un modelo de valoración financiera a la empresa AJF FARMA S.A.S., el cual permita evidenciar la situación actual de la compañía y estimar el crecimiento futuro. Se realiza un diagnostico financiero como punto de partida identificando sus inductores de valor para el enfoque de la valoración el cual sirve como insumo para la creación del modelo financiero utilizando variables micro y macroeconómicas. La propuesta llega hasta la estimación de un rango sugerido de valor de la compañía, considerándose como herramienta en la generación de valor según la proyección realizada.

El desarrollo de la proyección parte de la veracidad de la información disponible por parte de la compañía y la oportunidad de obtención de datos adicionales, se pueden presentar limitaciones en datos detallados de la empresa como salarios, información de clientes representativos, información financiera detallada, rutas específicas de despacho de mercancía y demás información que se considere susceptible o genere algún riesgo para esta.

Por ende, la propuesta de valoración financiera permitirá a AJF FARMA S.A.S. tener un estatus actual y un horizonte futuro que de acuerdo a las sugerencias se puedan estructurar estrategias para la generación de valor; adicionalmente, para el equipo de especialistas el desarrollo de este trabajo de grado les aportara en la aplicación de los conocimientos adquiridos a lo largo de la Especialización en Gerencia y Administración Financiera y como base practica en la experiencia como profesionales.

PALABRAS CLAVE: Valoración, entorno, indicadores, finanzas, proyección, flujo, indicadores, estrategia, costo, rentabilidad, productividad.

INTRODUCCIÓN

La valoración financiera ha sido una herramienta que permite identificar un valor aproximado o el rango en el que oscilaría el valor de la empresa en el mercado. Como tal, existen varios modelos que permiten estimar si la empresa está generando o destruyendo valor y que para este efecto, en el caso de este proyecto con la empresa AJF FARMA S.A.S. se pretende realizar una valoración financiera utilizando el método del Flujo de Caja Libre Descontado que cuenta con básicamente tres partes importantes: El cálculo del Costo de Capital, la Proyección del Flujo de Caja Libre y la estimación del Valor Terminal.

AJF FARMA S.A.S. es una empresa de distribución de medicamentos a nivel nacional, enfocado con productos alto costo y de prescripción médica, con visión a corto plazo de expansión a más sectores nacionales y en la búsqueda de grandes y reconocidos inversionistas.

Por lo tanto, se parte de una descripción general de la empresa su misión, visión participación en el mercado para continuar con un análisis histórico de sus estados financieros que permite conocer y determinar un diagnóstico inicial, y posteriormente proyectar su información financiera cinco años, y estimar sus flujos futuros descontándolos a un valor presente con el fin de obtener como resultado su valor financiero en el mercado, y de este modo se puedan establecer recomendaciones y estrategias de funcionamiento efectivo según los resultados arrojados para la empresa. Como es expresado por Adam Smith *“todo individuo trata de emplear su capital de forma que el producto resultante tenga el máximo valor posible”*¹, lo que se espera que sea realizado por los socios, con la finalización y entrega de los resultados.

Como fin mismo de este trabajo, es el de brindar apoyo al empresario para que logre tomar las decisiones financieras acordes a su negocio y su posición en el mercado, generar valor dentro de la compañía y en el mercado de forma integral.

De lo anterior, la importancia en el resultado final que este trabajo entregue tanto a los empresarios de AJF FARMA S.A.S. como a las demás empresas que deseen soportarse en el mismo, fundamentada en la gestión del valor en las organizaciones tomada como una herramienta muy útil para determinar mejoras

¹ MARTIN, John D y PETTY, J.William. La gestión basada en el valor. Gestión. Barcelona. España. 2000.

en las diferentes áreas y procesos, a fin de ejecutarlas en momentos precisos para garantizar la permanencia en el mercado y lograr ser más competitivos.

El desarrollo de este trabajo se basa en la dirección y retroalimentación de los estudiantes cursantes de la Especialización de Gerencia y Administración Financiera de la Universidad Piloto de Colombia, donde la terminación del mismo les permitirá optar por el título de especialista. De igual forma les proporciona conocimientos financieros aplicados a la realidad, permitiendo una gestión empresarial efectiva, adquisición de habilidades estratégicas y desarrollo analítico de situaciones financieras.

1. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

1.1. DESCRIPCIÓN GENERAL

1.1.1. Nombre de la Empresa.

Actualmente la empresa tiene como nombre AJF FARMA S.A.S. antes PHARMAPLUS identificada con NIT. 830110109-7.

1.1.2. Tipo de empresa

AJF FARMA S.A.S. es una empresa comercializadora y distribuidora de producto farmacéuticos a nivel nacional y tiene servicios de atención personalizada a pacientes.

1.1.3. Ubicación

Su domicilio es en la dirección calle 86 No. 27- 54 en la ciudad de Bogotá y tiene presencia en las principales ciudades como son: Medellín, Cali y Barranquilla.

1.1.4. Tamaño

Según los parámetros vigentes para clasificar las empresas por su tamaño en Colombia (artículo 2º de la Ley 590 de 2000, modificado por el artículo 2º de la Ley 905 de 2004), la empresa AJF FARMA S.A.S. se clasifica como MEDIANA EMPRESA, la cual tiene como características que planta de personal debe estar entre cincuenta y uno (51) y doscientos (200) trabajadores y los activos totales por valor entre cinco mil uno (5.001) a treinta mil (30.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes. En este caso, la empresa tiene 75 empleados y los activos totales al 31 Diciembre del 2015 son de 6.631.224.791, correspondientes a 9.618 salarios mínimos mensuales legales vigentes.

1.1.5. Visión

Consolidarnos como una nueva alternativa a nivel nacional, líder en la intermediación de programas especializados de medicamentos para patologías agudas y crónicas y constituirnos como pilar fundamental para la siembra de productos nuevos.

1.1.6. Misión

Ser la empresa que establece una estrecha fidelización entre los pacientes y la industria farmacéutica a través de una comunicación efectiva y un excelente servicio que garantice la provisión a tiempo de los medicamentos que la condición aguda, crónica o de siembra lo requiera.

1.1.7. Objetivos Estratégicos

- Ampliar su cantidad de laboratorios a los cuales se les presta el servicio de tele mercadeo en un 50%.
- Ampliar cobertura geográfica en el 2016 (Barranquilla-Bucaramanga)
- Crecer en un 25% los clientes recibidos por los laboratorios donde AJF FARMA S.A.S. presta el servicio de operador logístico y es administrador de la cartera.
- Conseguir un crecimiento del 10% en la atención de pacientes crónicos en las ciudades Bogotá, Medellín, Cali y Barranquilla, presentando un plus de acompañamiento de preventa, venta y postventa, caracterizándose por comercializar medicamentos sin reemplazo genérico.
- Crecer sobre dos dígitos en ventas (19%)

1.1.8. Ventajas Competitivas

El nicho de mercado de la empresa AJF FARMA S.A.S. se encuentra en la distribución de medicamentos de prescripción médica (alto costo), de tal modo que desarrolla una cadena de valor entre pacientes, médicos y laboratorios. Para el efectivo funcionamiento presenta las siguientes ventajas competitivas:

Tabla 1. Ventajas competitivas AJF FARMA S.A.S.

Atributos del producto y/o servicios	<ul style="list-style-type: none">• Amplia cobertura a nivel nacional• Calidad garantizada• Precios competitivos• Confiabilidad en el producto• Agilidad en la entrega de los domicilios (Max 3 horas).• Mas de 15 domiciliarios por ruta (5 rutas bogota y sabana).
Relaciones	<ul style="list-style-type: none">• Atención personalizada• Conectividad constante con el cliente• Convenios con importantes laboratorios farmaceuticos• Igualdad en condiciones comerciales tanto con los laboratorios como para clientes• Centralizacion del servicio en Bogota para manejar clientes a nivel naciaonal.
Valores corporativos	<ul style="list-style-type: none">• Honestidad• Responsabilidad• Excelente trabajo• Mejoramiento continuo• Ética profesional

Fuente: Elaboración propia con información de la empresa

A través de los años ha tenido relaciones comerciales bastante estables, entre los más importantes con el laboratorio Boehringer Ingelheim desde el 2002, con Abbott considerado como el mayor cliente y han tenido una relación de 10 años aproximadamente, con Biopas 9 años; esta estabilidad a generado confiabilidad a fin de obtener nuevos inversionistas.

1.1.9. Descripción de la Industria.

Este sector comprende la importación de materias primas para la fabricación de medicinas, importación y exportación de medicamentos terminados, y sus principales agentes participantes del mercado son: los laboratorios farmacéuticos, distribuidores mayoristas, droguerías, cajas de compensación, Eps, gobierno y consumidores finales.²

Principales Laboratorios: Advance Scientific de Colombia, Aldriston Farmacéutica, Bayer Schering Pharma , Biochem Farmacéutica de Colombia , EuroEtika, Farmaser S.A., Galderma S.A. Hospira , Innofar S.A. , Labinco S.A. , Laboratorios Bagó Colombia. © , Laboratorios Farmacol, Laboratorios La Santé S.A. Lafrancol S.A. Merck , Nevox Farma S.A. Pfizer , Productos Roche S.A. Tecnoquímicas.

Principales Comercializadoras: Coopidrogas como líder en el sector, seguido de Audifarma, Coopservir, Farmasanitas, Epsifarma, Eticos Serrano Gomez, y por otro lado se distinguen igualmente: Depósito Medicamentos POS, Farmatodo Colombia, Depósito Principal de Drogas, Cohan, Medex, Comercializadora Duarquint, Multidrogas del Caribe, Farmacéutica Roma, Grupo Afín Farmacéutica, Represander, Droguerías Alianza de Occidente, Inversiones Romero, Comercializadora Meditrading, Distribuciones Pharmaser, Dromayor Pasto, e Innofar.

1.1.10. Productos o Servicios

La compañía AJF FARMA S.A.S. hace parte del sector farmacéutico en el mercado Colombiano, es líder como operador logístico en la distribución de medicamentos, caracterizado por la atención personalizada y de calidad a sus clientes. Ofrecen medicamentos acordes a la necesidad del cliente y por medio de convenios directamente con los laboratorios farmacéuticos, generando un negocio más competitivo y un compromiso ante el mejoramiento continuo en la atención a los clientes. Sus líneas de negocio son:

- Atención a pacientes: alianza con fuerza de visita médica de laboratorios a clientes crónicos.
- Distribución a clientes pequeños y medianos (Operador logístico): Para atención a clientes bajo las mismas condiciones de los laboratorios.
- Call center (programas especiales): línea de atención, soporte, apoyo y mantenimiento a clientes.

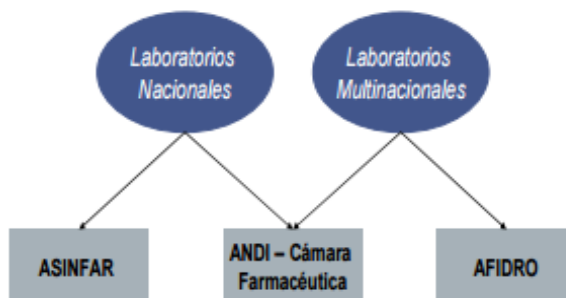
² CORFICOLOMBIANA. Investigaciones económicas, Sector farmacéutico [en línea]. < <http://www.corfivalle.com/Corfivalle/Repositorio/informes/archivo2262.pdf> > [citado en 25 mayo de 2016]

1.2. EL MERCADO

El mercado farmacéutico maneja la cadena de distribución comercial por medio de operadores logísticos quienes son intermediarios y realizan actividades complementarias para que el medicamento logre llegar al consumidor final a través de la distribución, almacenamiento y transporte de los medicamentos, esto se observa cada vez más en el mercado debido a la necesidad generada en el mismo.

Es aquí donde AJF FARMA S.A.S. tiene como plus tener un servicio y un portafolio de productos más integrales, desde la tercerización de los laboratorios hasta la entrega del producto al paciente final.

Figura 1. Agremiaciones sector farmacéutico



Fuente: CORFICOLOMBIANA Repositorio-Informes [En línea]

<http://www.corficolombiana.com.co/WebCorficolombiana/Repositorio/informes/archivo2262.pdf>

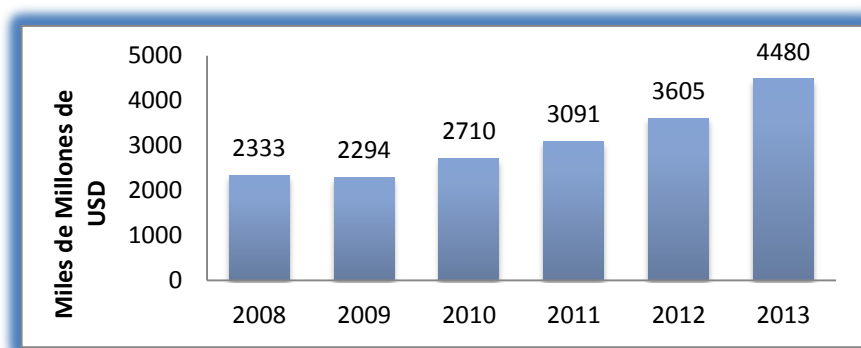
[citado el 27 de mayo de 2016]

El sector farmacéutico colombiano cuenta con tres entidades gremiales, AFIDRO (Asociación de Laboratorios Farmacéuticos de Investigación), ASINFAR (Asociación de Industrias Farmacéuticas de Colombia) y la Cámara Farmacéutica de la ANDI.

La interacción entre las tres agremiaciones es parte fundamental en el entorno del sector. Es claro que en la gran mayoría de ocasiones ASINFAR y AFIDRO juegan un papel antagónico en la búsqueda de los intereses de sus afiliados, nacionales y extranjeros respectivamente. Complementario a este antagonismo, la Cámara de la ANDI desempeña un papel de mediador entre éstas posiciones diferentes en el sector, gracias a la composición de sus afiliados.

1.2.1. Tamaño del mercado

Gráfico 1. Consumo aparente (Producción+ Importaciones CIF+ Exportaciones FOB) del sector farmacéutico en Colombia.



Fuente: Elaboración propia con Cálculos Fedesarrollo con base en cifras del DANE

Las tendencias generales del mercado de medicamentos han sido el principal foco de los estudios que han versado sobre el sector farmacéutico en Colombia. Sin embargo, la estructura del sector y su evolución frente a las tendencias del mercado mundial y nacional han sido menos exploradas. Así mismo, a pesar del potencial de crecimiento del sector en Colombia, no hay evidencia sobre cómo ha evolucionado su desempeño financiero en el país.³

1.2.1.1. Clientes actuales: El 80% de los clientes son personas naturales, el cual genera una venta del 45% sobre el total de los ingresos de la empresa; es decir pacientes y el 20% de los clientes son institucionales y generan el 55% de los ingresos de la compañía

1.2.1.2. Clientes potenciales: Clínica general del Norte- Barranquilla, Drovida - Cartagena, Mas Salud - Barranquilla, Am Medical - Valledupar, Centro medico San Martin - Cali, Ensalud- Cali, Drogas Boyacá - Bogotá, Davita - Bogotá, Pharma Cid - Bogotá, OC La Economía - Tunja, Hospital San Rafael - Tunja, Cruz Roja Colombiana Meta- Villavicencio, Droguería San Jorge - Florencia, Caja de Compensación del Huila- Neiva, entre otros.

³ FEDESARROLLO. Informe del sector farmacéutico en Colombia [en línea], <<http://www.fedesarrollo.org.co/wp-content/uploads/Informe-Farmac%C3%A9utico-Julio-2015.pdf>>. Julio de 2015 [citado el 07 de Julio de 2016]

1.2.2. Descripción de la competencia

Tabla 2. Descripción de la competencia

COMPETENCIA	DESCRIPCIÓN	UBICACIÓN	CARACTERÍSTICAS
LAF (Línea Amiga Farmacéutica)	Es una farmacia especializada atendida a través de un call center propio. El principal medio utilizado por Línea Amiga Farmacéutica para darse a conocer lo hace por medio de la recomendación de los médicos, los cuales le ofrecen al paciente un servicio farmacéutico especializado. Los médicos conocen del servicio gracias a los promotores de los laboratorios que los visitan.	Atención a nivel nacional	*Brinda asesoría, acompañamiento y recordación. *Acceso a un portafolio muy completo de productos referentes al cuidado de la salud. *Ofrece un servicio de atención personalizado y especializado. * Ofrece precios muy competitivos debido a que accede a sus productos a costo de distribuidora y no cuenta con gastos fijos que acarrea tener puntos de venta. * No cuenta con página Web.
SALUD 911	Call center online, donde se encuentran productos de calidad al mejor precio con domicilios sin costo, medicamentos formulados y no formulados, productos naturales y homeopáticos, artículos para el cuidado personal, la nutrición, la belleza, para mama, bebe y muchos más. Parte de la responsabilidad incluye vender medicamentos formulados bajo estricta prescripción médica soportada en la respectiva fórmula médica.	Bogotá, Cali y Medellín.	*Fidelización y adherencia de los pacientes a la marca. *Disminución en la fuga de formulación. *Garantía de suministro de productos originales.*Mayor soporte comercial y de información a los equipos de ventas *Mejor soporte en la forma de decisiones a los equipos de mercadeo con reportes oportunos de información. * Más eficiencia en el control del ROI y las promociones de su fuerza de ventas.*Distribución ética, profesional y oportuna de productos farmacéuticos a los pacientes. *Promociones y apoyo en actividades de productos. *Entrega de reportes en línea.
FARMALISTO	Farmacia Online, donde se encuentra productos de salud, belleza, cuidado e higiene personal para toda la familia. Ofrecemos una amplia selección de productos y marcas disposición, para ser entregados en la comodidad del hogar, trabajo u oficina en cualquier parte del país, garantizando los mejores precios.	Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla, Chía, Arjona, Ibagué, Bucaramanga, Villavicencio, Cúcuta, Pereira, Armenia, Yopal, Pasto, Montería, Popayán, Manizales, Buenaventura, Tunja, Neiva, Envigado, Palmira, Aracataca, Valledupar, Barrancabermeja, Sincelejo, Pitalito, Fusagasugá, Cartago y demás ciudades y pueblos de Colombia.	*Acompañamiento durante su tratamiento. *Toda la fórmula médica completa en un solo lugar ahorrando tiempo. *Entregas en la comodidad de la casa u oficina. *Mejor precio garantizado *Cualquier medio de pago

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida de página Web de las empresas en relación.

1.2.3. Participación de la empresa y de su competencia en el mercado

Según el diario el tiempo, el reporte de EMIS, un servicio informativo sobre mercados emergentes, prevé que el sector crecerá 25 por ciento en los próximos 3 años y cerrará el 2019 en 11,3 billones de pesos. Esta compañía, que forma parte de Euromoney Institutional Investor, agrega en un reporte que en el 2015 las ventas alcanzaron 9,1 billones de pesos y para el año 2016 proyecta un crecimiento del 5,5 por ciento frente al 2015.⁴

Para el año 2015 AJF FARMA S.A.S. reportó unas ventas de 16.610 millones de pesos en comercialización de medicamentos lo que representa una participación del 0,18% de las ventas del sector para el mismo año.

La comercialización de medicamentos se encuentra representada en la fuerza de visita médica que se especializa en la atención de pacientes crónicos los cuales formulan los medicamentos y AJF FARMA S.A.S. se los vende como medicamentos exclusivos (no tiene sustitución de fórmulas) y con entrega a la dirección del paciente con un promedio de aproximadamente 4 horas.

1.3. PROCESO DE COMERCIALIZACIÓN Y PRESTACIÓN DE SERVICIO

1.3.1. Descripción del proceso

El objeto social de la compañía se divide en tres unidades de negocio, las cuales son:

1.3.1.1. Atención a pacientes: Consiste en la alianza con la fuerza de visita médica de los laboratorios, los cuales impulsan los productos con el fin de que el médico lo formule a los pacientes. Estos medicamentos tienen como características que no son genéricos, son de tratamientos crónicos de mediano y largo plazo. En este caso el médico remite al paciente al canal de distribución AJF FARMA S.A.S. para que adquiera la prescripción de medicamentos generada. Lo cual corresponde al 45% de la operación. Los beneficios y ventajas para este paciente son:

- Garantía de un medicamento confiable, ya que no se utiliza ningún tipo de intermediario, directamente se compran al laboratorio fabricante.

⁴ EL TIEMPO. Economía-Empresas-Negocio de las farmacéuticas en el país [en línea]. <<http://www.eltiempo.com/economia/empresas/negocio-de-las-farmaceuticas-en-el-pais/16560299>> [citado el 24 de junio de 2016]

- AJF FARMA S.A.S. no recomienda productos, ni sustitutos, ya que se atiende con formula prescrita por el médico.
- Frente a la logística del negocio cuentan con 15 motorizados por ruta que atienden de forma eficaz todos los requerimientos de los pacientes o clientes según sea el caso. La entrega del medicamento al paciente se realiza dentro de las 2 - 4 horas siguientes a la solicitud del pedido. Para atender Bogotá y sus alrededores se cuenta con cinco rutas (9:00a.m, 11:00am, 1:00pm; 3:00pm y 5:00pm), para cada ruta se garantiza que exista al menos 12 domiciliarios.
- Facilidad de pago (efectivo, tarjeta crédito o débito)
- Cobertura a nivel nacional en ciudades principales como: Bogotá, Medellín, Cali y Barranquilla; donde se trabaja de la mano con droguistas pequeños, llamados filiales, a través de alianzas entre las partes.

Este negocio funciona a través de las siguientes estrategias:

- Estrategia de fidelización: capacidad de generar recompra, es decir, llamar al cliente para recordar el pedido del medicamento
- Estrategia de mercadeo: si el paciente realiza compra más de una unidad se le genera un 10% de descuento del segundo y se brinda confianza de información a los laboratorios.
- Estrategia de atención al cliente: es especialmente personalizada y cuenta con 4 visitadores directos de AJF FARMA S.A.S. para dar reconocimiento del nombre y servicio. No recomiendan ningún producto solo se guían por la prescripción del médico, lo cual es presentado como valor agregado.
- Estrategia de Recaudo: La mayoría de los negocios son de contado. Es la columna vertebral del negocio, ya que tiene un peso significativo en los flujos de caja.

1.3.1.2. Distribución: AJF FARMA S.A.S. es distribuidor de clientes pequeños y medianos a nivel de canales de distribuidores, IPS pequeñas, clínicas privadas, entre otros. Se cuenta con alrededor de 200 clientes que se han recibido de los

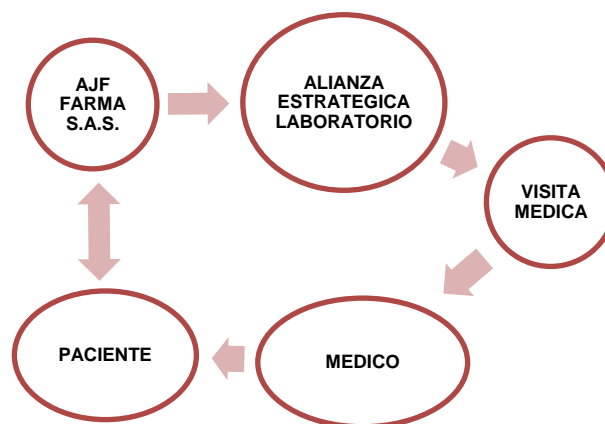
laboratorios que les interesa la idea de centralizarlos en un operador logístico para que los atienda directamente con las mismas condiciones que el laboratorio les ofrece. Para ofrecer este negocio se tiene mucha cautela con los clientes que se reciben realizando estudios de crédito para ver la capacidad de endeudamiento que se le pueda otorgar, un pagare, una factura y carta de reporte en centrales de riesgo.

Estos clientes tienen comportamientos de pago de contado el 20% siendo cliente con compras entre un millón a ochenta millones en el mes, y el resto paga a 30, 60 y 90 días; la cartera que impacta está concentrada en un 8% del total de cartera que se administra.

1.3.1.3. Área de programas especiales o Call center: AJF FARMA S.A.S. tiene alrededor de diez laboratorios, los cuales son básicamente atención y servicio al cliente. Para programas de atención a los pacientes se cuenta con cabinas donde se contesta a nombre del programa que el laboratorio desee, para recibir apoyo y soporte de información.

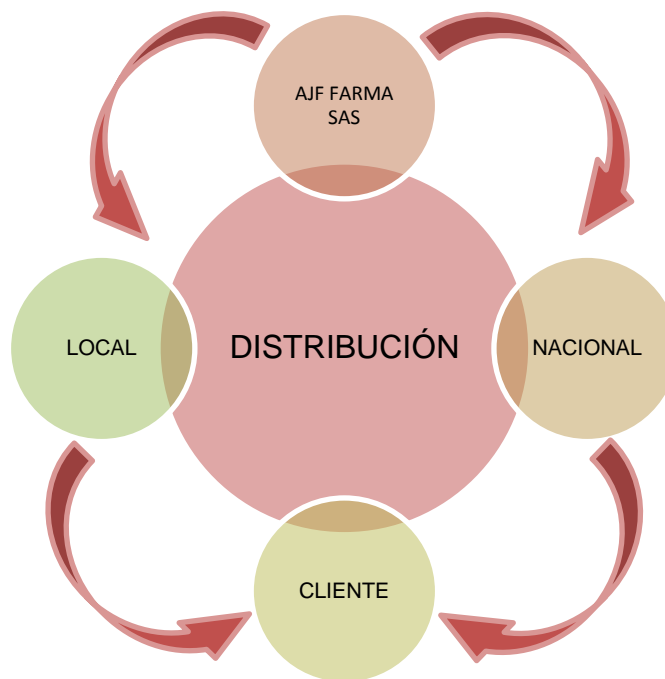
1.3.2. Diagrama del proceso

Figura 2. Modelo de atención a pacientes



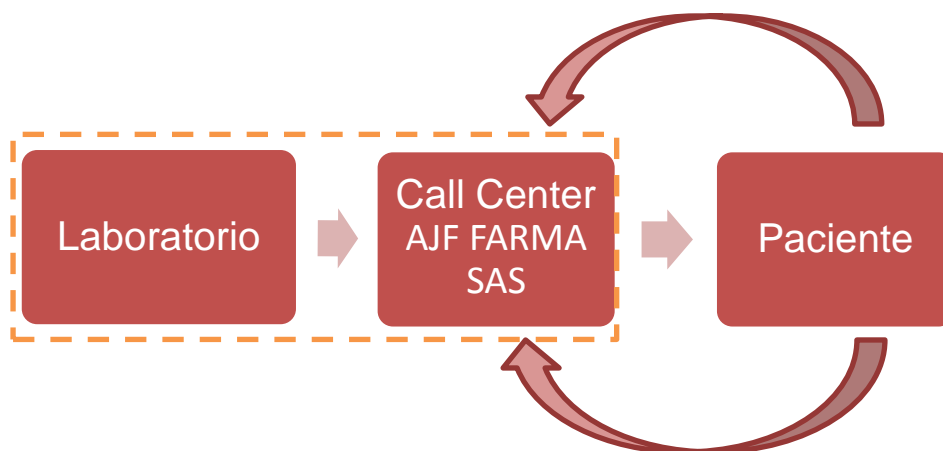
Fuente: Elaboración propia con base en la información de la empresa

Figura 3. Distribución de medicamentos



Fuente: Elaboración propia con base en la información de la empresa

Figura 4. Modelo de atención programas especiales o Call Center

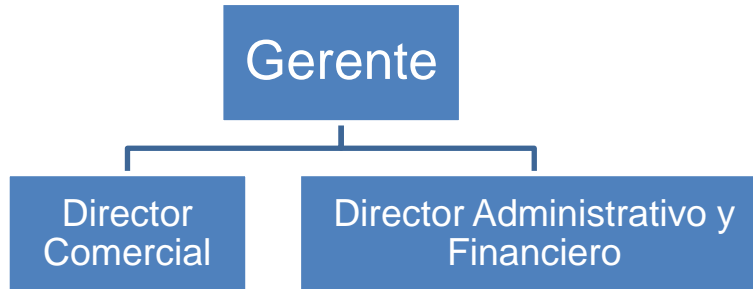


Fuente: Elaboración propia con base en la información de la empresa

1.4. ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL

1.4.1. Organigrama de la empresa

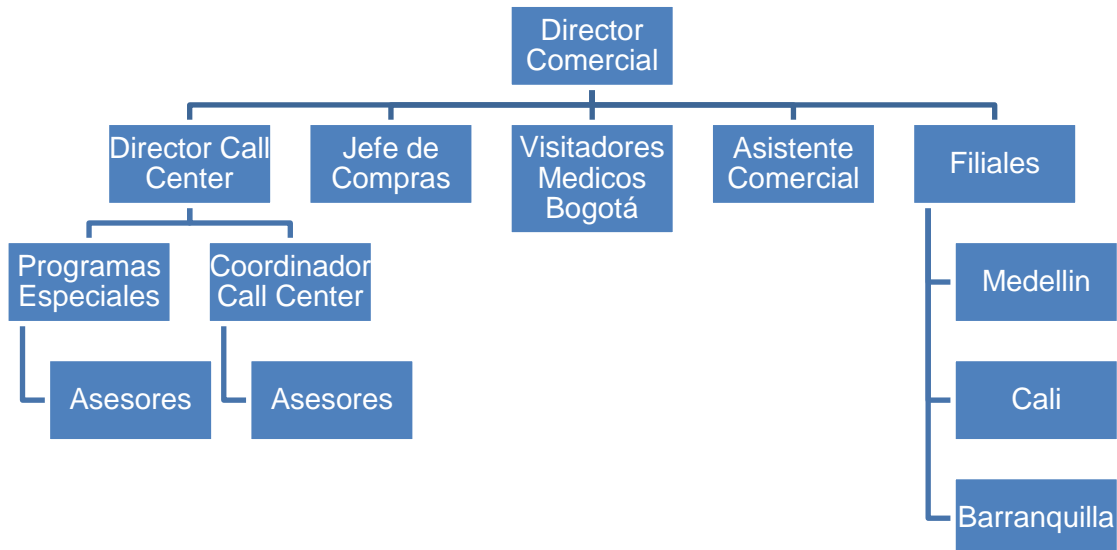
Figura 5. Estructura organizacional AJF FARMA S.A.S.



Fuente: Elaboración propia con base en la información de la empresa

El gerente general tiene bajo su cargo al director comercial, administrativo y financiero, a quienes delega funciones en busca de lograr las metas a corto y largo plazo, evalúa periódicamente el cumplimiento de las mismas y lidera la formulación y plan de negocio de cada una de las líneas de proceso de la organización. Define las políticas generales de la empresa y vela por el control de las actividades en función del logro de los objetivos estratégicos de la dirección.

Figura 6. Estructura por Dirección Comercial

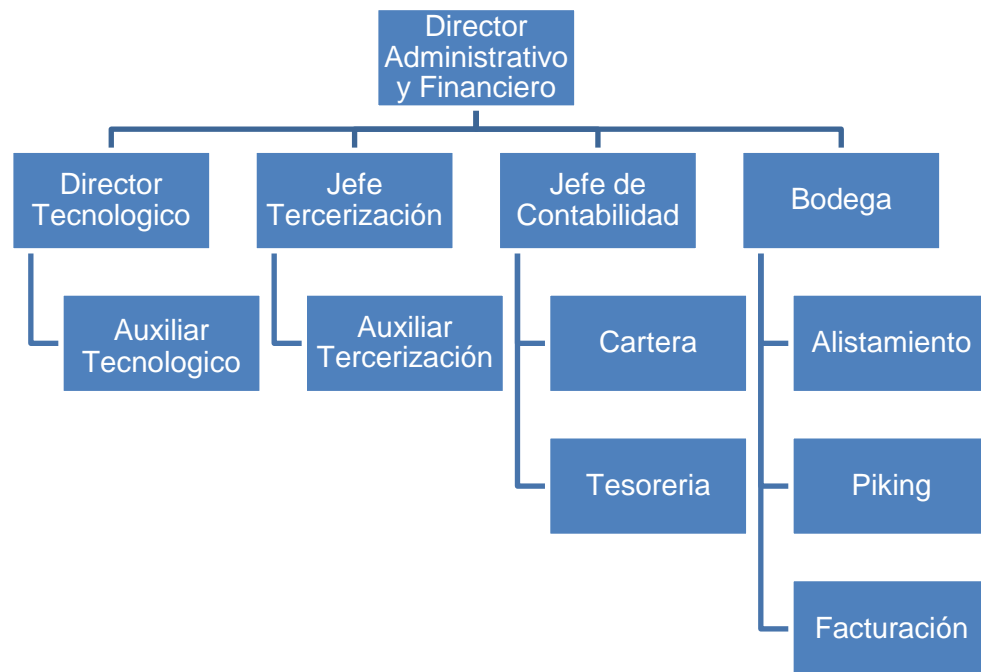


Fuente: Elaboración propia con base en la información de la empresa

El director comercial desempeña la función de generar el alineamiento de las áreas que tiene a cargo para definir claramente las estrategias comerciales a

seguir. Analiza el mercado farmacéutico y propone proyectos de desarrollo que le permiten direccionar a los subordinados hacia una misma dirección. Adicionalmente define las estrategias de marketing para lograr el posicionamiento de los productos y servicios brindados por AJF FARMA S.A.S.

Figura 7. Estructura por Dirección Administrativa y Financiera



Fuente: Elaboración propia con base en la información de la empresa

El director administrativo y financiero se encarga de gestionar eficientemente el capital y optimizar los recursos de la empresa medidos en criterios de riesgo y rentabilidad, Orientar las estrategias financieras y garantizar el correcto registro de las operaciones como gestión en la toma de decisiones por medio de las áreas de tecnología (innovación), contabilidad (estados financieros), cartera (recursos financieros) y tesorería (liquidez), Esta dirección es la base soporte del funcionamiento de la empresa AJF FARMA S.A.S.

1.4.2. Cuadro informativo de los sueldos y salarios.

Tabla 3. Sueldos asignados en AJF FARMA S.A.S. (Supuestos).

CARGO	SALARIO MENSUAL	CARGA PRESTACIONAL	TOTAL MENSUAL	TOTAL ANUAL
ASESORES	\$ 900.000	\$ 306.198	\$ 1.206.198	\$ 14.474.376
ASISTENCIA COMERCIAL	\$ 1.000.000	\$ 340.220	\$ 1.340.220	\$ 16.082.640
CARTERA	\$ 1.000.000	\$ 340.220	\$ 1.340.220	\$ 16.082.640
TESORERÍA	\$ 1.000.000	\$ 340.220	\$ 1.340.220	\$ 16.082.640
FACTURACIÓN	\$ 1.000.000	\$ 340.220	\$ 1.340.220	\$ 16.082.640
ALISTAMIENTO	\$ 1.000.000	\$ 340.220	\$ 1.340.220	\$ 16.082.640
PROGRAMAS ESPECIALES	\$ 1.000.000	\$ 340.220	\$ 1.340.220	\$ 16.082.640
COORDINACIÓN CALL CENTER	\$ 1.000.000	\$ 340.220	\$ 1.340.220	\$ 16.082.640
AUXILIAR TECNOLÓGICO	\$ 1.000.000	\$ 340.220	\$ 1.340.220	\$ 16.082.640
VISITADORES MÉDICOS	\$ 2.000.000	\$ 680.440	\$ 2.680.440	\$ 32.165.280
CONTABILIDAD	\$ 2.000.000	\$ 680.440	\$ 2.680.440	\$ 32.165.280
BODEGA	\$ 2.000.000	\$ 680.440	\$ 2.680.440	\$ 32.165.280
TERCERIZACIÓN	\$ 3.000.000	\$ 1.020.660	\$ 4.020.660	\$ 48.247.920
DIRECTOR TECNOLÓGICO	\$ 3.000.000	\$ 1.020.660	\$ 4.020.660	\$ 48.247.920
DIRECCIÓN CALL CENTER	\$ 3.500.000	\$ 1.190.770	\$ 4.690.770	\$ 56.289.240
TOTAL SALARIOS MENSUAL			\$ 32.701.368	
TOTAL SALARIOS ANUAL				\$ 392.416.416

Fuente: Elaboración propia con base en la información de la empresa

2. EL PROBLEMA

2.1. JUSTIFICACIÓN

La empresa AJF FARMA S.A.S. identificada con NIT. 830110109-7, a incursado en el mercado durante 14 años. Se logró identificar el nivel de conocimiento financiero al interior de la organización, por esta razón se hace necesario el desarrollo de una valoración financiera que permita atacar aquellos principales problemas identificados en el diagnostico preliminar: rotación de cartera, participación del activo corriente en el activo total y nivel de endeudamiento.

Por medio del presente trabajo se busca encontrar el valor actual de la empresa AJF FARMA S.A.S., ya que los socios tienen la necesidad de conocer su estado actual, si están generando o destruyendo valor.

Es importante tomar como base que el valor de una empresa está determinado por los flujos de efectivo futuros donde se logran determinar estrategias alrededor de ciertas características internas y del mercado (quien determina el crecimiento y desarrollo de la empresa). De igual forma, permitirá a la empresa contar con una proyección sobre la situación financiera para tomar decisiones sobre el futuro de la compañía y establecer objetivos financieros claros, mejorando diferentes aspectos enfocados en la generación de rentabilidad para la empresa y encontrando las falencias en los tiempos correctos.

2.2. OBJETIVO GENERAL

Proponer un modelo de valoración financiera de la compañía AJF FARMA S.A.S., el cual permitirá presentar a los socios, la situación actual, el valor de la empresa, y estimar el crecimiento futuro de la misma.

2.2.1. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Realizar un diagnóstico del estado actual de la empresa, mediante la revisión de los estados financieros como punto de partida para obtener inductores de valor como referencia.
- Definir un modelo financiero que permita identificar la situación financiera real de la empresa, a través de variables e indicadores que demuestren el comportamiento de la empresa.
- Proponer estrategias de valor agregado según resultados obtenidos.

2.3. MARCO REFERENCIAL

AJF FARMA S.A.S. como mediana empresa Colombiana pretender indagar sobre temas financieros que le permitan crecer en el sector farmacéutico, por esta razón es importante desarrollar claridad en las temáticas más importantes para realizar la valorización de una empresa. Inicialmente y tomando como base la definición de gestión de valor del autor Oscar león donde se entenderá como “la serie de procesos que conducen al alineamiento de todos los funcionarios con el direccionamiento estratégico de la empresa de forma que cuando tomen decisiones ellas propendan por el permanente aumento de su valor”⁵. De igual forma, se debe tener en cuenta que financieramente la generación de valor se determina por medio de indicadores e inductores de valor (determinando generación o destrucción de valor según correspondan los resultados) y la valoración, en general, pasa por tres fases: la valoración de la parte operacional, la valoración total y la valoración patrimonial. Cada una de las fases tiene sus propios elementos y características que intervienen en el logro de los objetivos⁶.

En el mundo actual las empresas utilizan herramientas para medir la salud financiera de la misma y poder prevenir alteración en los procesos o desequilibrios económicos importantes. El valor de la empresa, se ha utilizado a partir dos acepciones totalmente distintas y a menudo en los manuales y otros textos no es fácil suponer a cuál de ellas se hace referencia. Puede ser definido como valor para el accionista o como pasivo total. Según se pretenda valorar una u otra de las magnitudes, será más indicado uno u otro concepto de ratio de endeudamiento⁷. La tarea de la teoría económica de la empresa ha consistido, en esencia, en el análisis de los métodos desarrollados por la práctica de valoración y en la comprobación de su consistencia lógica⁸. La planeación estratégica de una empresa necesita presupuesto para financiarse y con esto lograr realizar proyecciones y la valorización. Los indicadores son mecanismos que permiten diagnosticar el estado financiero de una compañía, determinar el cumplimiento entre lo programado y lo realizado y definir acciones que permitan alcanzar los objetivos propuestos por los socios de la empresa, estos índices se dividen en cuatro grupos principales, los cuales son⁹:

⁵ GARCÍA SERNA. Oscar León. Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA. Digital Express Ltda. Medellín. Colombia. 2003.

⁶ JARAMILLO BETANCOUR, Fernando. Valoración de empresas. Bogotá, CO: Ecoe Ediciones, 2009.

⁷ GALINDO LUCAS, Alfonso. Fundamentos de valoración de empresas. Madrid, ES: B - EUMED, 2005.

⁸ JAENSCH, Gunter. Valoración de la empresa. Gustavo Gili SA. Barcelona. España. SF.

⁹ CORPORACIÓN UNIVERSITARIA DEL CARIBE. Diagnostico financiero [en línea], <file:///C:/Users/LIZETTE/Downloads/DIAGNOSTICO%20FINANCIERO-DIAGNOSTICO%20FINANCIERO.pdf>[citado el 17 de Junio de 2016]

2.3.1. Índices de liquidez:

La liquidez se puede definir como la capacidad que tiene la empresa de responder por sus obligaciones de manera inmediata, capacidad de pago.

- Razón corriente: Mide la habilidad de la empresa para afrontar sus obligaciones en el corto o inmediato plazo. Se trata de determinar qué pasaría si a la empresa le exigieran el pago inmediato de todas sus obligaciones a menos de un año.

$$RAZON\ CORRIENTE = \frac{ACTIVO\ CORRIENTE}{PASIVO\ CORRIENTE}$$

- Capital neto de trabajo: Se interpreta como el exceso monetario de los activos corrientes sobre los pasivos corrientes.

$$CAPITAL\ NETO\ DE\ TRABAJO = ACTIVO\ CORRIENTE - PASIVO\ CORRIENTE$$

- Capital de Trabajo Neto Operativo: Para determinar si hay problemas con el capital de trabajo basta con observar cómo han variado las cuentas del KTNO en relación con la variación en las ventas

$$KNT O = CXC + INVENTARIOS - CXP$$

- Productividad del Capital de Trabajo (PKT): refleja por cada peso vendido, cuanto se requiere en capital neto de trabajo.

$$PKT = \frac{KNT O}{VENTAS\ NETAS}$$

- Ciclo de caja: es el tiempo promedio que transcurre entre el momento de desembolsar los costos (compra de materias primas o productos manufacturados y costos de conversión), hasta el momento de recaudar la cartera.

$$CICLO\ DE\ CAJA: PKT \times 360$$

2.3.2. Índices de actividad:

Una de las formas de controlar la minimización de la inversión es mediante el cálculo periódico de la rotación de los diversos activos, como se refleja a continuación:

- Rotación de cartera: Establece el número de veces que las cuentas por cobrar giran para un determinado período de tiempo, generalmente un año.

$$ROTACION DE CARTERA = \frac{VENTAS A CREDITO}{PROMEDIO CXC}$$

$$DIAS DE CARTERA = \frac{360}{ROTACION DE CARTERA} \quad (\text{Periodo de cobro a clientes})$$

- Rotación de inventarios: indica las veces que éste es convertido en efectivo durante el período

$$ROTACION DE INVENTARIO = \frac{COSTO DE VENTAS}{INVENTARIO PROMEDIO}$$

$$DIAS DE CARTERA = \frac{360}{ROTACION DE INVENTARIO} \quad (\text{Periodo en el que rota el inventario})$$

- Rotación de proveedores: indica el número de veces que se le pagan en el año las deudas a los proveedores:

$$ROTACION DE PROVEEDORES = \frac{COMPRAS A CREDITO}{PROMEDIO CXP}$$

$$DIAS DE CARTERA = \frac{360}{ROTACION DE PROVEEDORES} \quad (\text{Periodo de pago a proveedores})$$

- EBITDA: Corresponde a la utilidad operacional antes de depreciaciones y amortización diferida, que no implican salida de efectivo.

$$EBITDA = VENTAS - COSTOS DE VENTAS - GASTOS OPERATIVOS \\ + DEPRECIACIÓN + AMORTIZACIÓN$$

- Margen EBITDA: cuánto se convierte en caja por cada peso vendido; con el propósito de atender el pago de impuestos, apoyar las inversiones, cubrir la deuda y repartir utilidades; todo lo cual se traduce en el flujo de caja libre de una empresa.

$$MARGEN\ EBITDA = \frac{EBITDA}{VENTAS\ NETAS} \times 100$$

- Palanca de Crecimiento PDC: Permite determinar qué tan atractivo es crecer para una empresa, desde el punto de vista del valor agregado.

$$PDC = \frac{MARGEN\ EBITDA}{PKT}$$

2.3.3. Índices de endeudamiento:

La práctica de endeudamiento o apalancamiento es razonable solo cuando los activos generan o ganan un porcentaje más alto que el costo de la deuda, en caso contrario no es favorable. En otras palabras, trabajar con dinero prestado es bueno siempre y cuando se logre una rentabilidad neta superior a los intereses que se tienen que pagar por ese dinero.

- Endeudamiento total: Indica el porcentaje de participación de los acreedores dentro de la empresa.

$$ENDEUDAMIENTO\ TOTAL = \frac{PASIVO\ TOTAL}{ACTIVO\ TOTAL} \times 100$$

- Endeudamiento en el corto plazo: Establece que porcentaje del total de pasivos, tienen vencimientos corrientes, es decir menor de un año.

$$ENDEUDAMIENTO\ CORTO\ PLAZO = \frac{PASIVO\ CORRIENTE}{PASIVO\ TOTAL} \times 100$$

- Cobertura de intereses: Permite establecer la incidencia que tienen los gastos financieros sobre las utilidades de la empresa. Permite medir el grado con que la empresa puede disminuir las utilidades sin producir dificultades financieras para la misma, por incapacidad de pago de los costos anuales de intereses. Es decir, está diseñada para determinar la capacidad de la empresa para pagar sus intereses.

$$COBERTURA DE INTERESES = \frac{UTILIDAD OPERATIVA(UAI)}{GASTO FINANCIERO}$$

2.3.4. Índices de rentabilidad:

Sirven para medir la efectividad de la administración de la empresa para controlar costos y gastos y así convertir las ventas en utilidades.

- Rentabilidad del patrimonio: Significa cuál es el rendimiento que los socios o dueños de la empresa obtienen sobre su inversión.

$$RENTABILIDAD PATRIMONIO = \frac{UTILIDAD NETA}{ACTIVO PATRIMONIO} \times 100$$

- Rentabilidad del activo total: Cada peso invertido en activo total cuánto genera en utilidad neta. Muestra la capacidad del activo para producir utilidades, independiente de la forma como haya sido financiado, con deuda o patrimonio.

$$ROA = \frac{UTILIDAD NETA}{ACTIVOS TOTAL BRUTO} \times 100$$

Es importante tener en consideración indicadores como el WACC, el cual es el costo de capital ponderado por sus siglas en inglés (Weighted Average Cost of Capital), la cual corresponde al promedio ponderado de largo plazo de los costos asociados a las fuentes de financiación de la compañía: patrimonio y deuda financiera. Mide el promedio ponderado de los costos de estas fuentes de financiación, como una aproximación a la tasa de interés de oportunidad o a la rentabilidad mínima requerida por un inversionista¹⁰.

El EVA (Valor Económico Agregado) representa indicadores de desempeño económico de una empresa y estrategia para crear valor para sus dueños mediante la generación de fondos limpios en retorno del capital invertido y fortaleza patrimonial que asegure la continuidad de la empresa bajo positivos márgenes de liquidez, solvencia y productividad¹¹.

¹⁰ CRUZ, Juan Sergio; NAVARRO, Julio Villarreal y ROSILLO, Jorge. Finanzas corporativas. Thomson. Bogotá. Colombia. S.F.

¹¹ ESTUPIÑAN, Rodrigo y GAITÁN, Orlando Estupiñan. Análisis financiero y de gestión. Ecoe ediciones. Bogotá. Colombia. 2006.

A demás de tener en cuenta los anteriores índices en la determinación de un diagnostico financiero, es importante seguir un proceso para ilustrar claramente la valoración de la empresa, en el caso de la empresa AJF FARMA S.A.S. se desarrolla por medio del flujo de caja libre el cual tiene como fin la reposición de capital de trabajo y activos fijos, atención del servicio a la deuda y reparto de utilidades lo que permite determinar el atractivo de la empresa y por ende el potencial de crecimiento y generación de valor¹².

Este flujo de caja libre constituye una metodología que se utiliza especialmente en proyecciones relacionadas con evaluación de proyectos y valoración de empresas¹³.

De igual forma, el método de valoración flujo de caja libre descontado – FCLD, explica como una empresa adquiere valor por sus flujos de caja libre futuros traídos a valor presente. Esta metodología consiste en encontrar el valor de la compañía por medio de los flujos de efectivo que produce la operación del negocio como tal, bajo el supuesto que lo que quiere medir es el valor esperado que va a generar la operación de la empresa independientemente de cómo se hayan obtenido los medios económicos para su desarrollo, por esto el flujo de caja libre proyectado será el monto de dinero que se tiene disponible para servir la deuda y los accionistas del proyecto¹⁴.

2.4. DIAGNÓSTICO

2.4.1. Análisis cualitativo

Los medicamentos no son mercancías comunes en el mercado, porque si bien son bienes de interés público, también son una mercancía, un producto comercial e industrial y que por lo tanto el sector privado tiene derecho a una compensación económica. Por lo que en Colombia, la política farmacéutica debe ir encaminada a crear un equilibrio entre los actores del mercado, siendo estos los productores, comercializadores y consumidores finales, con el fin de dar cumplimiento a los objetivos trazados en el sector salud. Debe existir inspección, vigilancia y control a todos los agentes involucrados.

¹² GARCÍA SERNA. Oscar León. Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA. Digital Express Ltda. Medellín. Colombia. 2003.

¹³ ORTIZ, Hector y ORTIZ NINO, Diego A. Flujo de caja y proyecciones financieras con análisis de riesgo. Universidad Externado de Colombia. Bogotá. Colombia. 2015.

¹⁴ CRUZ, Juan Sergio; NAVARRO, Julio Villarreal y ROSILLO, Jorge. Finanzas corporativas. Thomson. Bogotá. Colombia. S.F.

Por otra parte, el aporte social del sector a la economía nacional es significativo, dada su participación en la generación de empleo representando el 3.7% respectivamente, y el 5.8% en el sector industrial, y en el sector comercial participa con el 11% de los sueldos y salarios pagados y cerca del 10% del empleo.¹⁵

En este orden de ideas AJF FARMA S.A.S. con su participación en el mercado de comercialización de medicamentos en varias ciudades de Colombia, genera un aporte importante en la generación de empleos de calidad a sus colaboradores, ofreciendo ingresos por encima del rango medio del mercado salarial, para los cargos vigentes en la empresa.

2.4.1.1. Entorno Económico: En Colombia el sector empresarial se encuentra conformado, por Grandes, Medianas y Pequeñas empresas, correspondiendo a las dos últimas una participación del 94% del mercado total, y distinguiéndose estas como PYMES; partiendo de una contribución tan importante en el crecimiento y desarrollo del país, no cuentan con la atención necesaria para construir un crecimiento significativo, y así mismo, fortalecer la economía nacional.

En el transcurso del crecimiento y desarrollo de las PYMES en Colombia, se observa que estas realizan su actividad de acuerdo a las condiciones económicas del momento en el que se ejecute, teniendo en cuentas las limitaciones y riesgos del mercado. Por lo tanto, y teniendo en cuenta la poca educación e información financiera de los inversores, más las barreras de entrada al mercado, y un sector financiero que solo hasta en los últimos años ha venido ampliando su cobertura de inclusión financiera para estas empresas. Según Cámara de la Industria Farmacéutica de la ANDI, para 2013 (última cifra disponible) la producción bruta de la industria alcanzó \$4,9 billones y generó un poco más de 25 mil empleos en el país. De igual forma, la industria farmacéutica generó el 4% del valor agregado del total del sector industrial, ocupando la posición número 4 dentro de los 64 grupos industriales. Esta generación de valor agregado como proporción de la producción bruta para la industria farmacéutica fue de 63,8%¹⁶.

¹⁵FEDESARROLLO. Informe del sector farmacéutico en Colombia [en línea], <<http://www.fedesarrollo.org.co/wp-content/uploads/Informe-Farmac%C3%A9utico-Julio-2015.pdf>>. Julio de 2015 [citado el 07 de Julio de 2016]

¹⁶CÁMARA DE LA INDUSTRIA FARMACÉUTICA DE LA ANDI y FEDESARROLLO. Informe del Sector Farmacéutico [en línea], <<http://www.fedesarrollo.org.co/wpcontent/uploads/InformeFarmac%C3%A9utico-Julio-2015.pdf>>. Formas Finales Ltda. Bogotá. 2015. [citado el 22 de Junio de 2016]

Por lo anterior, la información pública privada, debe ser la punta de lanza del gobierno para mantener enterados a todos los sectores especialmente al sector farmacéutico por su gran participación, de modo tal, que se mitiguen los riesgos en los cambios macroeconómicos, y permitir la perdurabilidad de este tipo de empresas, dada la importancia de las mismas en el crecimiento del PIB en Colombia.

“Más del 80% de la producción mundial de medicinas se consume en los países ricos. Asimismo cerca de un tercio de la población mundial —2.000 millones de habitantes— carece de acceso a medicamentos esenciales y como resultado de esta privación, cada día mueren en el mundo más de 30.000 personas de enfermedades curables. Más del 90% de estas muertes ocurren en los países en desarrollo”¹⁷

2.4.1.2. Industria: Se menciona en un reciente estudio del sector farmacéutico, publicado por Fedesarrollo en 2015 que “Colombia, al igual que muchos países de América Latina, presenta características que sugieren una perspectiva positiva para el sector farmacéutico, como son: los mayores niveles de urbanización, el mayor acceso de la población a la educación y de la mujer al mercado laboral con un efecto positivo sobre ingresos y, de manera particular, la expansión dinámica de la clase media.”. Por lo que se puede inferir que su fortalecimiento dado las fusiones y el crecimiento del mercado propician un futuro estable y de buena proyección económica para el sector y para el país.

Por un lado se encuentran la gran industria farmacéutica y los grandes laboratorios, junto con las cadenas de comercialización de este tipo de productos, que aprovechan su posición en el mercado para el manejo y la negociación en la compra de medicamentos; de acuerdo con cifras del DANE* la industria farmacéutica en Colombia consta de 217 establecimientos y una producción anual de \$ 4.9 billones generando más de 25 Mil empleos.

La apertura y globalización de la economía ha permitido el ingreso de nuevos competidores a nivel nacional, y de la mano de grandes fusiones empresariales, el sector se fortalece cada día más; la tendencia según Fedesarrollo es que se

¹⁷ SILVA, Michael Stepanian y TIRADO RIVEROS, Andrés. Oportunidades y amenazas para el sector farmacéutico con la firma del TLC con los Estados Unidos [en línea]. <<http://repository.ean.edu.co/bitstream/handle/10882/4703/StepanianMichael2013.pdf?sequence=1>> Bogotá, D.C. 2013. Universidad EAN. [citado el 28 de Mayo de 2016]Pg 25.

acentué el consumo hacia los genéricos, teniendo en cuenta su menor costo y mayor acceso al público por los servicios públicos en salud.

De lo anterior se desprende que el consumo de estos productos viene creciendo al orden del 18% en Colombia, y a nivel mundial es uno de los mercados emergentes con más proyección de crecimiento estimado para los próximos años.

- **ROE como indicador económico del sector.**

Ahora bien, desde el punto de vista financiero y teniendo en cuenta los datos observados según súpersociedades para el subsector de fabricación, el indicador de rentabilidad sobre el patrimonio ROE, está rentando a un 12.2% para el año 2013, lo cual es un buen indicador con relación a lo expuesto por Fedesarrollo para este tipo de sectores, teniendo en cuenta que el ROE arrojado para las mayores manufactureras del sector real se ubica sobre un 6%. Por otra parte, para el subsector de comercio al por mayor este se ubica en el 10.5% para 2013, que no es un mal indicador aunque haya decaído con relación al año 2008, que se ubicaba en 15.7%. Del mismo modo, para el subsector comercio al por menor, los datos no son tan halagadores puesto que el indicador arroja un estimado del 4.7% para 2013. Lo que representaría una disminución en los niveles de apalancamiento del sector y pérdida de eficiencia en el uso de los activos.

- **Endeudamiento del sector**

Los niveles de endeudamiento para el sector de fabricación y comercialización al por mayor, no sobrepasan el 60% como medida razonable de endeudamiento en la relación que existe entre los pasivos sobre el total de activos. Es de aclarar, que la concentración de endeudamiento se ubica en el corto plazo, y que para el año 2013 se ubicó en el orden del 79%. Sin embargo, su cobertura de intereses es 2.64 veces lo que representa una tenencia positiva y de respaldo para este nivel de endeudamiento.

2.4.1.3. Empresa: La empresa AJF FARMA S.A.S es una sociedad dedicada a la distribución y comercialización de medicamentos de alto costo y prescripción médica, cuenta con presencia a nivel nacional en las principales ciudades de Colombia.

Fue creada hace 14 años y su sede principal está ubicada en la ciudad de Bogotá D.C. entre sus objetivos estratégicos se encuentra la ampliación de su cobertura a nivel nacional.

Se enfrenta a una mayor competencia a nivel nacional con empresas que prestan servicios similares al de AJF FARMA S.A.S e igualmente puede llegar a ver afectado su nicho de mercado dado a los acuerdos de libre comercio que ha firmado el país con varias naciones y que permiten el ingreso de nuevas firmas al país, ofreciendo el mismo servicio y que pueden entrar con un nivel de costos inferiores a lo producido en el interior del país.

Por otra parte, la situación económica nacional se ha visto golpeada por un fuerte descenso en su crecimiento en el último año, lo que puede llegar a afectar el ingreso real de los clientes y por ende la disminución en sus ventas; igualmente validar su nivel de costo de ventas el cual se ha observado cuenta con un crecimiento superior con relación a los ingresos operacionales.

Ante esta situación, le empresa AJF FARMA S.A.S. para mantenerse en el mercado y competir con precio y servicio, se hace necesario realizar un diagnóstico financiero, evaluar su situación actual, estimar su valor de mercado de modo tal que se realice una sólida planeación estratégica con la cual no cuenta la sociedad y que es fundamental para el desarrollo y evolución de la cultura organizacional, enfocadas a la visión y misión de la empresa.

2.4.1.4. Administración y gerencia: La sociedad cuenta con una estructura organizacional ya definida con un nivel de Gerencia acorde a las necesidades del mercado, con el profesionalismo y la experticia necesaria para administrar el negocio de forma competitiva, y manteniendo un crecimiento sostenible en el mediano plazo. Dicha gerencia es la encargada de dictar las políticas generales de la sociedad. Cuenta con sus órganos de dirección y control, los cuales velan por el correcto funcionamiento de la entidad.

La administración es responsable del seguimiento, control, preparación y presentación de los estados financieros de la empresa, teniendo en cuenta los principios de contabilidad generalmente aceptados en Colombia y demás normas internacionales (NIF) necesarias para cumplir con la regulación financiera y contable que exige el país.

2.4.2. ANÁLISIS CUANTITATIVO

El balance general representa la situación de los activos y pasivos de una empresa, así como el estado de su patrimonio, igualmente se puede definir como estado de la situación financiera, estado de inversiones etc. Este se subdivide en Activo, Pasivo y Patrimonio¹⁸. Es un informe estático de un momento determinado de la compañía, la cual cambia en el momento siguiente.

2.4.2.1. Balance General

Tabla 4. Balance General 2011 – 2015 (Activo)

BALANCE GENERAL PHARMA PLUS S.A.S NIT 830,110,109-7 HISTORICO					
AÑOS	2011	2012	2013	2014	2015
ACTIVOS					
DISPONIBLE	\$ 228.526.848	\$ 352.257.689	\$ 114.183.034	\$ 290.352.854	\$ 280.414.092
Bancos	\$ 225.745.191	\$ 351.257.689	\$ 112.683.034	\$ 288.352.854	\$ 278.414.092
Caja	\$ 2.781.657	\$ 1.000.000	\$ 1.500.000	\$ 2.000.000	\$ 2.000.000
DEUDORES	\$ 1.544.028.322	\$ 1.447.502.656	\$ 1.569.928.206	\$ 2.150.038.454	\$ 3.403.227.719
Cientes Nacionales	\$ 1.063.203.248	\$ 1.041.500.416	\$ 1.239.833.830	\$ 1.579.864.814	\$ 2.535.568.731
Cuentas por Cobrar a Socios	\$ 2.432.507	\$ -	\$ -	\$ 60.000.000	\$ 227.977.332
Anticipos y Avances a Socios	\$ 98.544.830	\$ 108.094.947	\$ 7.205.185	\$ 448.000	\$ 2.050.000
Anticipos de Impuestos y Saldo a Favor	\$ 304.965.752	\$ 263.486.046	\$ 294.434.513	\$ 427.660.052	\$ 438.249.826
Deudores Varios - Reposición Medicamentos	\$ 34.757.428	\$ 15.957.863	\$ 14.704.729	\$ 46.563.689	\$ 100.381.830
Deudores Varios - Notas Crédito por Negociación	\$ 40.124.557	\$ 29.632.261	\$ 24.918.826	\$ 35.501.899	\$ 99.000.000
Provisión de Cartera - Difícil recaudo	\$ -	\$ (11.168.877)	\$ (11.168.877)	\$ -	\$ -
INVENTARIOS	\$ 686.586.753	\$ 1.039.697.937	\$ 1.426.616.050	\$ 1.402.013.688	\$ 1.475.101.395
Medicamentos de Alto Costo	\$ 686.586.753	\$ 1.039.697.937	\$ 1.426.616.050	\$ 1.402.013.688	\$ 1.475.101.395
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	\$ 2.459.141.923	\$ 2.839.458.282	\$ 3.110.727.290	\$ 3.842.404.996	\$ 5.158.743.206
OTROS ACTIVOS	\$ 44.364.561	\$ 38.809.548	\$ 32.124.128	\$ 1.007.860.028	\$ 1.472.481.585
CONSTRUCCIONES Y EDIFICACIONES	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 943.953.440	\$ 1.425.110.936
Casa Barrio Polo + Remodelaciones	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 943.953.440	\$ 1.425.110.936
PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO	\$ 44.364.561	\$ 38.809.548	\$ 32.124.128	\$ 63.906.588	\$ 47.370.649
Equipo de Oficina	\$ 23.312.379	\$ 20.677.979	\$ 21.443.579	\$ 23.570.191	\$ 60.246.918
Equipo de Computación	\$ 136.544.017	\$ 136.544.017	\$ 136.544.017	\$ 148.090.859	\$ 151.775.859
Equipo de Comunicaciones	\$ 42.877.217	\$ 55.167.228	\$ 58.117.228	\$ 54.181.180	\$ 54.181.180
Equipo Médico	\$ 6.186.906	\$ 9.586.906	\$ 9.586.906	\$ 3.865.851	\$ 3.865.851
(-) Menos Depreciación Acumulada	\$ (164.555.958)	\$ (183.166.582)	\$ (193.567.602)	\$ (165.801.493)	\$ (222.699.159)
TOTAL ACTIVOS	\$ 2.503.506.484	\$ 2.878.267.830	\$ 3.142.851.418	\$ 4.850.265.024	\$ 6.631.224.791

Fuente: Elaboración propia con base en la información de la empresa

Este rubro representa los bienes y derechos de la sociedad, se encuentra discriminado en activo corriente, y no corriente; para la empresa AJF FARMA S.A.S., tenemos la siguiente composición:

El balance general de la compañía AJF FARMA S.A.S. ha presentado las siguientes variaciones, frente a los activos y como cuenta más representativa está

¹⁸ ORTIZ ANAYA, Héctor. Análisis financiero aplicado y principios de administración financiera, 14 Ed. Universidad Externado de Colombia. 2011.

el disponible que ha presentado fluctuación en últimos cinco años históricos evaluados, las variaciones que presenta disminución en los años del 2012 al 2013 y del 2014 al 2015 se refleja debido a la utilización de efectivo de la empresa en capital de trabajo (inventarios), los cuales han aumentado por la necesidad de producción e inversiones en activos del 2015 al 2015. Otro rublo importante son las cuentas por cobrar de clientes nacionales lo cual se refleja en un aumento debido al incremento en ventas, sin embargo es importante tener en cuenta que la disminución en esta cuenta representaría mayores recaudos de cartera.

Tabla 5. Composición del activo

Periodo	2011	2012	2013	2014	2015
Total Activo Corriente	98%	99%	99%	79%	78%
Total Otros Activos	2%	1%	1%	21%	22%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico.

Existe una considerable concentración en el activo corriente en el periodo analizado, prácticamente el 100% de los activos totales en los tres primeros años, siendo la cuenta de clientes nacionales la que alberga mayor concentración con un 42% para el año 2011, y terminando con un 38% para el año 2015; esta participación disminuye del total del activo, teniendo en cuenta el crecimiento de activo fijo los últimos dos años, dada la inversión en propiedad planta y equipo; la participación siguiente corresponde a los inventarios, la cual alcanza su punto más alto en el año 2013 con una participación del 45% del total del activo corriente, dado por requerimientos de nuevas alianzas estratégicas y la expansión a nivel nacional de nuevas oficinas de representación.

Por otra parte, el activo fijo en los primeros años, está compuesto prácticamente por equipo de oficina y computación, por lo tanto su participación del total general del activo es poco relevante.

Situación anterior que se revierte a partir del año 2014, con la adquisición de propiedad planta y equipo, generando un crecimiento en la participación del activo fijo sobre el total de los activos, pasando de un 1% en 2013, a un 22% en el año 2015 del total del activo. Se podría explicar esta situación, teniendo en cuenta que al tratarse de una empresa comercial, su activo principal está en los rubros corrientes, poco equipo industrial y su actividad es desarrollada en estos años en locales ajenos tomados en arrendamiento.

Cabe anotar que la depreciación acumulada es algo significativa con relación a los activos fijos que registra la empresa, dado lo anterior que su política de depreciación de equipos de computación y comunicación es de máximo un año, contra los equipos de oficina a cinco años.

- **Pasivo y Patrimonio**

El pasivo representa las obligaciones totales de la empresa tanto en el corto como en el largo plazo, cuyos beneficiarios son, por lo general, personas o entidades diferentes a los dueños de la empresa.¹⁹

Tabla 6. Balance General 2011 – 2015 (Pasivo y Patrimonio)

BALANCE GENERAL PHARMA PLUS S.A.S NIT 830,110,109-7 HISTORICO					
AÑOS	2011	2012	2013	2014	2015
PASIVO					
PROVEEDORES	\$ 1.359.522.824	\$ 1.562.844.661	\$ 1.687.101.922	\$ 2.474.518.890	\$ 3.027.880.312
Nacionales	\$ 1.359.522.824	\$ 1.562.844.661	\$ 1.687.101.922	\$ 2.244.327.665	\$ 3.027.880.312
Bancos				\$ 230.191.225	\$ -
CUENTAS POR PAGAR	\$ 94.085.500	\$ 87.518.002	\$ 115.032.057	\$ 362.958.687	\$ 142.629.543
Costos y Gastos Por Pagar (Fletes)	\$ 37.521.521	\$ 41.795.665	\$ 89.812.828	\$ 91.511.105	\$ 80.356.787
Deudas Accionistas	\$ 28.800.000	\$ 7.349.649	\$ -	\$ 210.000.000	\$ -
Impuestos Retenidos	\$ 27.763.979	\$ 38.372.688	\$ 25.219.229	\$ 35.380.582	\$ 35.454.192
Impuestos por Pagar IVA				\$ 26.067.000	\$ 26.818.564
PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	\$ 292.267.416	\$ 404.674.965	\$ 428.571.600	\$ 526.776.045	\$ 576.036.267
Obligaciones Laborales	\$ 18.084.666	\$ 18.470.331	\$ 16.944.013	\$ 21.093.018	\$ 20.688.360
Obligaciones Fiscales (Renta) y (Cree)	\$ 215.000.000	\$ 215.660.000	\$ 207.693.643	\$ 375.259.698	\$ 379.480.369
Anticipos y Avances Recibidos por proveedores	\$ 25.697.025	\$ 49.229.847	\$ 74.822.347	\$ 51.187.467	\$ 7.367.223
Notas Crédito Para Terceros	\$ 33.485.725	\$ 121.314.787	\$ 129.111.597	\$ 79.235.862	\$ 168.500.315
TOTAL PASIVO CORRIENTE	\$ 1.745.875.740	\$ 2.055.037.628	\$ 2.230.705.579	\$ 3.364.253.622	\$ 3.746.546.122
FEN (NECESIDAD DE FINANCIACIÓN)					
PASIVO A LARGO PLAZO	\$ 19.894.656	\$ 11.632.254	\$ 2.091.126	\$ 706.753.440	\$ 898.040.307
Leasing Grupo Helm- Planta Telefonica	\$ 19.894.656	\$ 11.632.254	\$ 2.091.126	\$ -	\$ -
Leasing Casa Barrio el Polo	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 706.753.440	\$ 898.040.307
TOTAL PASIVOS	\$ 1.765.770.396	\$ 2.066.669.882	\$ 2.232.796.705	\$ 4.071.007.062	\$ 4.644.586.429
PATRIMONIO					
Capital Social Pagado	\$ 50.000.000	\$ 50.000.000	\$ 50.000.000	\$ 50.000.000	\$ 1.250.000.000
Reserva Legal	\$ 25.000.000	\$ 50.000.000	\$ 50.000.000	\$ 50.000.000	\$ -
Revalorización del Patrimonio	\$ 16.456.480	\$ 16.457.477	\$ 16.456.477	\$ 16.456.477	\$ -
Utilidades Ejercicios Anteriores	\$ 335.592.771	\$ 454.844.417	\$ 403.627.028	\$ 102.156.503	\$ -
Utilidad del Ejercicio	\$ 310.686.837	\$ 240.296.054	\$ 389.971.208	\$ 560.644.982	\$ 736.638.362
TOTAL PATRIMONIO	\$ 737.736.088	\$ 811.597.948	\$ 910.054.713	\$ 779.257.962	\$ 1.986.638.362
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	\$ 2.503.506.484	\$ 2.878.267.830	\$ 3.142.851.418	\$ 4.850.265.024	\$ 6.631.224.791
Prueba	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -

Fuente: Elaboración propia con base en la información de la empresa

¹⁹ ORTIZ ANAYA, Héctor. Análisis financiero aplicado y principios de administración financiera, 14 Ed. Universidad Externado de Colombia. 2011.

En cuanto al Patrimonio este contempla la participación de los propietarios en la empresa, y este es definido igualmente como capital contable o capital social. Para la empresa se tiene la siguiente composición.

Tabla 7. Composición del pasivo y patrimonio.

Periodo	2011	2012	2013	2014	2015
Total pasivo corriente	69,7%	71,4%	71,0%	69,4%	56,5%
Total pasivo fijo	0,8%	0,4%	0,1%	14,6%	13,5%
Total patrimonio	29,5%	28,2%	29,0%	16,1%	30,0%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico.

Frente a los pasivos en la cuenta de proveedores evaluado históricamente en los últimos 5 años se evidencia un aumento continuo en el periodo por compras realizadas para la comercialización. Por lo tanto, es una financiación de corto plazo que beneficia a la empresa dado su bajo costo; y este se ve cubierto por los activos de corto plazo en su cartera de clientes con un recaudo promedio de 38 días en el periodo estudiado. El pasivo a largo plazo tiene un aumento significativo al igual que las obligaciones financieras a causa que del 2013 al 2014 se ejerció una adquisición del leasing de la casa para el desarrollo de la actividad de la empresa.

Al igual que en el activo, el pasivo se encuentra concentrado en las cuentas de naturaleza corriente, dada que su mayor inversión es en activos corrientes por la cartera de clientes; su financiación parte igualmente en mayor proporción de los proveedores, con una participación del 54.3% para el año 2011, y del 45.7% para el año 2015, promediando un 50.8% y teniendo en cuenta que los días inventarios para el año 2015 es de 75 días. Por lo anterior se infiere que es una estructura de financiación acorde con el tipo de empresa, y con la destinación de sus inversiones.

En cuanto al patrimonio de la empresa, cuenta con una participación del 26% como promedio del periodo 2011 – 2015, y del cual las partidas más significativas corresponden a las utilidades del ejercicio y anteriores; las cuentas de revalorizaciones y capital pagado y reserva legal no son significativas, por lo que se infiere que cuenta con solidez patrimonial.

2.4.2.2. Estado de resultados: Este muestra los ingresos y egresos, así como la utilidad o pérdida resultante de la operación de la empresa en un tiempo determinado que por lo general es de un año. Dinámico el cual refleja actividad; acumulativo, es decir, resume las operaciones de la empresa desde el primero hasta el último día del periodo estudiado.²⁰

En cuanto al estado de resultados este análisis ofrece un comportamiento en cada año de los costos y gastos de la empresa, y en qué porcentaje se ajustan a cada periodo; indicando que los costos mantienen un promedio en el transcurso del tiempo, a diferencia de los gastos los cuales se ven disminuidos en los últimos dos periodos. Sin embargo, para observar mejor este comportamiento se puede analizar desde el punto de vista de tendencia, con el fin de dar un diagnóstico más acertado.

Tabla 8. Análisis de tendencia del estado de resultados

Periodo	2012 - 2011 ABS - REL%		2013 - 2012 ABS - REL%		2014 - 2013 ABS - REL%		2015 - 2014 ABS - REL%	
Ventas	\$ 673.975.546	6%	\$ 1.132.779.485	10%	\$ 4.016.939.574	33%	\$ 2.910.419.572	18%
Costos de ventas	\$ 515.280.783	7%	\$ 767.018.729	10%	\$ 3.153.549.085	36%	\$ 2.554.211.655	21%
Utilidad Bruta	\$ 158.694.763	5%	\$ 365.760.756	12%	\$ 863.390.489	24%	\$ 356.207.917	8%
Gastos de Operación	\$ 38.390.887	2%	\$ 166.715.716	8%	\$ 275.119.948	13%	\$ 146.512.110	6%
Utilidad operacional	\$ 120.303.876	12%	\$ 199.045.040	17%	\$ 588.270.541	44%	\$ 209.695.807	11%
Gastos No operacionales	\$ 190.034.659	38%	\$ 57.336.243	8%	\$ 250.030.712	33%	\$ 29.481.756	3%
Utilidad antes de Tx	\$ (69.730.783)	-13%	\$ 141.708.797	31%	\$ 338.239.829	57%	\$ 180.214.051	19%
Utilidad Neta	\$ (70.390.783)	-23%	\$ 149.675.154	62%	\$ 170.673.774	44%	\$ 175.993.380	31%

Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico.

El análisis anterior ofrece una información acerca de la tendencia tanto en términos absolutos como relativos de la empresa AJF FARMA S.A.S., de los correspondientes rubros del estado de resultados se observa que los ingresos operacionales de la empresa tuvieron un crecimiento importante entre el 2011 y 2014, sin embargo para el año 2015, este ingreso por ventas cayo significativamente a un 18% con relación al periodo 2014 – 2013 el cual rondaba el 33% entre 2014 con relación al año anterior. Por otra parte, el costo de ventas durante todos los periodos analizados, porcentualmente siempre estuvo por encima de las ventas operacionales, no siendo el mejor indicador, ya que las ventas no están creciendo en mayor proporción como debería ser, lo que lesiona

²⁰ ORTIZ ANAYA, Héctor. Análisis financiero aplicado y principios de administración financiera, 14 Ed. Universidad Externado de Colombia. 2011. Pg 53.

la utilidad bruta, que como se observa también cae en un porcentaje importante en el periodo 2015 – 2014 a un 8%, luego de ver que en periodo 2014 – 2013 está creciendo a un ritmo del 24%.

Por otra parte, en cuanto a los gastos operacionales que incluyen los administrativos y de ventas, los cuales registran márgenes bajos en todos los periodos, incluso disminuyéndolos a un 6% para el periodo 2015 -2014.

Se observa que la tendencia de la utilidad operacional en los primeros cuatro años de análisis histórico 2011 al 2014 es creciente, sin embargo, para el último año comparativo 2015 – 2014, se evidencia un crecimiento significativamente menor descendiendo a un 11%. Reflejándose en la utilidad neta una variación del 44% al 31% para el año 2015.

2.4.2.3. Flujo de caja: El flujo de caja histórico es la reconstrucción, para un periodo ya transcurrido, del movimiento de efectivo, en cuanto a entradas, salidas y saldo al final de un periodo. Permite apreciar de dónde provino el efectivo de la empresa y en que se utilizó, si el negocio requirió de nuevas inversiones y de dónde salió el efectivo para realizarlas entre otras como al empresa financió la empresa sus necesidades de efectivo²¹.

En cuanto al flujo de caja histórico, se observa como la empresa ha generado los suficientes ingresos por ventas y que una vez descontados los correspondientes gastos operacionales en administración y ventas más sumada la depreciación y provisión teniendo en cuenta que estas últimas no son una real salida de efectivo para hacer frente de manera adecuada a sus inversiones en KTNO Y CAPEX con suficiente liquidez.

Tabla 9. Flujo de Caja histórico método tradicional

AÑOS	FLUJO DE CAJA			
	2012	2013	2014	2015
EBIT	\$ 1.151.611.846	\$ 1.350.656.886	\$ 1.938.927.427	\$ 2.148.623.234
+ Depreciación	\$ 18.610.624	\$ 10.401.020	\$ 38.897.066	\$ 56.897.664
+ Provisión	\$ 27.151.214	\$ -	\$ -	\$ -
EBITDA	\$ 1.197.373.684	\$ 1.361.057.906	\$ 1.977.824.493	\$ 2.205.520.898
- Impuestos Operacionales	\$ 544.694.184	\$ 469.364.810	\$ 777.431.010	\$ 730.531.900

²¹ ORTIZ ANAYA, Héctor. Análisis financiero aplicado y principios de administración financiera, 14 Ed. Universidad Externado de Colombia. 2011. Pg 31.

FLUJO DE CAJA BRUTO	\$ 652.679.500	\$ 891.693.096	\$ 1.200.393.483	\$ 1.474.988.998
- Inversión KTNO	\$ (40.747.493)	\$ 325.709.355	\$ (191.451.754)	\$ 718.013.918
- Inversión CAPEX	\$ 13.055.611	\$ 3.715.600	\$ 947.969.791	\$ 521.519.223
FLUJO DE CAJA LIBRE	\$ 680.371.382	\$ 562.268.141	\$ 443.875.446	\$ 235.455.857
+ Pasivo Financiero	\$ (8.262.402)	\$ (9.541.128)	\$ 934.853.539	\$ (38.904.358)
- Gasto Financiero * (1-Tx)	\$ 30.561.120	\$ 81.667.113	\$ 96.433.885	\$ 261.972.617
- Otros Egresos No Operacionales * (1-Tx)	\$ 336.060.488	\$ 409.653.755	\$ 504.417.550	\$ 419.480.354

Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico.

2.4.2.3. Indicadores Financieros:

- Indicadores de actividad

Tabla 10. Rotación de cartera

AÑOS	2011	2012	2013	2014	2015
INGRESOS OPERACIONALES	\$10.512.776.199	\$ 11.186.751.745	\$ 12.319.531.230	\$ 16.336.470.804	\$ 19.246.890.376
Clientes Nacionales	\$1.063.203.248	\$1.041.500.416	\$1.239.833.830	\$1.579.864.814	\$2.535.568.731
Rotación de cartera	10	11	10	10	8
Días Recaudo	36	34	36	35	47

Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico.

La empresa AJF FARMA S.A.S. tiene una rotación de su cartera de 9.7 veces en promedio durante el periodo de cinco años, teniendo en cuenta que para el año 2015 se ubicó esta rotación en 8 veces, se refleja que se mantiene una estricto y continuo seguimiento al comportamiento de cobros asociados al negocio, y aunque el indicador para el último año desmejoro con relación al promedio de los cinco años, se observa que la participación de la cartera con respecto a los ingresos recibidos es de solo un 10%; siendo este un buen indicador.

Tabla 11. Rotación de inventarios

AÑOS	2011	2012	2013	2014	2015
COSTO DE VENTAS MEDICAMENTOS	\$7.512.645.141	\$8.027.925.924	\$8.794.944.653	\$11.948.493.738	\$14.502.705.393
INVENTARIOS	\$686.586.753	\$1.039.697.937	\$1.426.616.050	\$1.402.013.688	\$1.475.101.395
Rotación de inventario	11	8	6	9	10
Días Inventario	33	47	58	42	37

Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico.

Para la empresa en cuestión, los inventarios representan el costo de las mercancías, ya que no se manejan materias primas, ni costos asociados a la

manufactura precisamente porque no se fabrica ningún producto, se comercializan.

De lo anterior, se observa que la sociedad rota en promedio durante el periodo de cinco años a razón de 9 veces el inventario para convertirlo en cuentas por cobrar, incrementando esta rotación en los últimos dos periodos de análisis 2014 – 2015; por lo tanto, el promedio en que la inversión hecha en inventario se demora en convertirse en efectivo es de 43 días en promedio. Sin embargo este indicador mejora para el último año 2015, en el cual el indicador se ajustó a 37 días.

Por consiguiente, y teniendo en cuenta a los proveedores se obtiene el ciclo de caja de la empresa, el cual es el siguiente:

Tabla 12. Ciclo de caja

AÑOS	2011	2012	2013	2014	2015
CICLO DE CAJA	4	10	26	3	9

Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico.

La empresa AJF FARMA S.A.S. de acuerdo al resultado promedio del indicador debe financiarse con recursos costosos (Deuda financiera o propios) solo en 9 días para su último periodo de 2015, ya que los proveedores le financian 75 días de su ciclo operativo, el cual está calculado en 84 días para 2015. Lo que indica que la empresa recupera cada peso de recursos costosos en 9 días. Es de aclarar que este indicador se ha comportado de forma muy variable en los cinco periodos analizados, mejorándolo para los años 2014 – 2015.

- Indicadores de Rentabilidad

Tabla 13. Margen bruto de utilidad

AÑOS	2011	2012	2013	2014	2015
UTILIDAD BRUTA	\$3.000.131.058	\$3.158.825.821	\$3.524.586.577	\$4.387.977.066	\$4.744.184.983
INGRESOS OPERACIONALES	\$10.512.776.199	\$11.186.751.745	\$12.319.531.230	\$16.336.470.804	\$19.246.890.376
Margen Bruto	28,54%	28,24%	28,61%	26,86%	24,65%

Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico.

Del anterior indicador la interpretación que se puede dar es la siguiente: por cada \$1 vendido la empresa en el último periodo 2015, genero utilidades por 24.65 centavos, y durante todo el periodo su promedio género 27.38 centavos. Manteniendo un margen constante de utilidad. De modo que el margen de

rentabilidad para el periodo represento un promedio del 37.76%, cabe aclarar que su tendencia disminuye para ubicarse en un 31.71% para el año 2015.

Tabla 14. Margen Neto

AÑOS	2011	2012	2013	2014	2015
Utilidad Neta	\$310.686.837	\$240.296.054	\$389.971.208	\$560.644.982	\$736.638.362
Ingresos Operacionales	\$10.512.776.199	\$11.186.751.745	\$12.319.531.230	\$16.336.470.804	\$19.246.890.376
Margen Neto	2,96%	2,15%	3,17%	3,43%	3,83%

Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico.

Este indicador está influido por: el costo de ventas, los gastos operacionales, otros ingresos y egresos no operacionales y la provisión para impuesto de renta. Como podemos observar las utilidades de la empresa promediaron un crecimiento en el periodo 2011 – 2015 de un 3.11%; adicional aunque existió un aumento tanto de los costos como de los gastos de administración y ventas, las ventas crecieron lo suficiente para asumir este costo.

Tabla 15. Rentabilidad del activo – ROA

AÑOS	2011	2012	2013	2014	2015
Utilidad Neta	\$310.686.837	\$240.296.054	\$389.971.208	\$560.644.982	\$736.638.362
Activo Total	\$2.503.506.484	\$2.878.267.830	\$3.142.851.418	\$4.850.265.024	\$6.631.224.791
ROA	12,41%	8,35%	12,41%	11,56%	11,11%

Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico.

Este indicador permite medir grado de eficiencia de los activos totales, y mide la capacidad de los activos para generar ingresos por ellos mismos y con independencia de la forma como haya sido financiada. El Promedio para el periodo es de 11.17%; sin embargo, en el último periodo los ingresos netos crecieron pero su rentabilidad tuvo una leve disminución. Lo anterior se interpreta como que la empresa está generando 11.17 centavos por cada \$ 1 invertido en el activo total. En general los activos de la empresa están generando una buena rentabilidad para el negocio.

Tabla 16. Rentabilidad de los Activos Operacionales Netos - RONA

AÑOS	2011	2012	2013	2014	2015
UODI	\$ 358.062.858	\$ 270.857.174	\$ 471.638.321	\$ 657.078.867	\$ 998.610.979
Activo Operativo Neto	\$ 1.073.215.812	\$ 1.064.134.554	\$ 1.403.960.529	\$ 2.132.712.457	\$ 3.429.143.264
RONA	33,36%	25,45%	33,59%	30,81%	29,12%

Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico.

Este indicador reporta las ganancias netas de la compañía a través de los activos utilizados, se refleja que del 2011 al 2012 hay una disminución en este indicador debido a que la utilidad neta para el año 2012 disminuyo, de igual forma el RONA en este caso ha disminuido en los últimos dos años, esto se debe a que el activo operativo neto ha aumentado en mayor proporción que las utilidades operativas, a causa del aumento significativo en la cuenta de proveedores; sin embargo su porcentaje se mantiene en el tiempo generando un buen indicador para la empresa.

- Indicadores de Endeudamiento.

Tabla 17. Razón de endeudamiento

AÑOS	2011	2012	2013	2014	2015
Pasivo Total	\$1.765.770.396	\$2.066.669.882	\$2.232.796.705	\$4.071.007.062	\$4.644.586.429
Total Pasivo y Patrimonio	\$2.503.506.484	\$2.878.267.830	\$3.142.851.418	\$4.850.265.024	\$6.631.224.791
Endeudamiento Total	71%	72%	71%	84%	70%

Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico.

Este indicador establece el porcentaje de participación de los acreedores dentro de la empresa, en este caso la empresa AJF FARMA S.A.S. presenta un nivel de endeudamiento mayor al 70% en el transcurso del periodo, esta situación implica tomar medidas con respecto a la cuenta de proveedores la cual representa más del 50% de la deuda.

- Inductores de valor

Para los socios de la empresa es importante y deberán estar conscientes de los índices e inductores de valor más importantes usados por las partes externas para evaluar la fuerza financiera y la rentabilidad de los negocios²². Por esta razón se realiza análisis de los siguientes inductores de valor representativos para la empresa:

²² INSTITUTO MEXICANO DE CONTADORES PÚBLICOS. Fundamentos de administracion financiera. IFAC. Mexico. 2000.

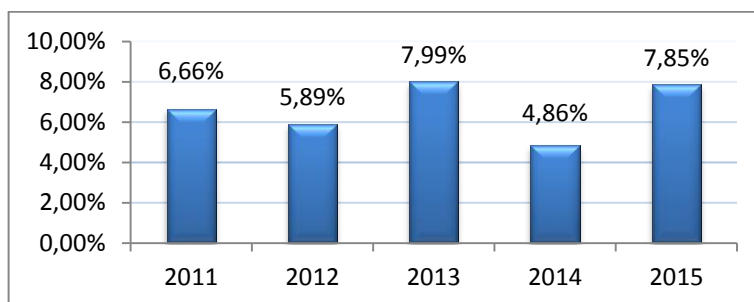
Gráfico 2. KTNO



Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico

El capital de trabajo neto operativo refleja las cuentas por cobrar más los inventarios menos las cuentas por pagar a proveedores. Por lo tanto la empresa en el último periodo desempeño un aumento significativo lo que evidencia que atrapo efectivo, dejando un monto considerable para la operación del negocio. El capital de trabajo es el capital disponible para conducir las operaciones día a día del negocio²³.

Gráfico 3. Productividad de KTNO



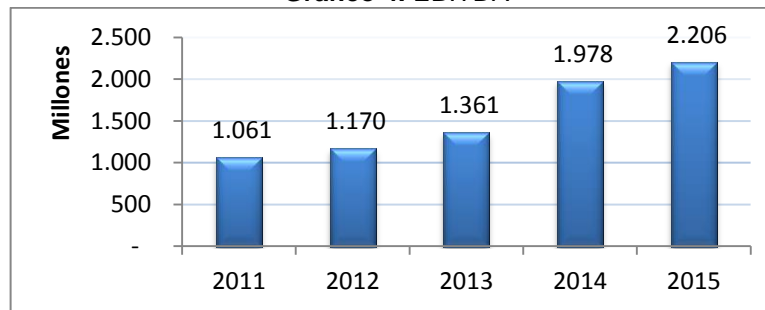
Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico

Este inductor determina la manera como la empresa aprovecha los recursos comprometidos en capital de trabajo en la generación de valor agregado para los propietarios. Por lo tanto, es importante que este valor arroje un porcentaje lo más pequeño posible²⁴. AJF FARMA S.A.S. en el periodo de 2013 a 2014 el inductor arrojó un mejoramiento en el valor pasando de un 7.99% a un 4.86% lo que quiere decir que la empresa necesita menos KTNO para aumentar sus ventas, revirtiéndose para el último periodo de 2014 a 2015 dado que la cuenta de proveedores creció en mayor proporción que el recaudo de cartera por ende se necesitaba más KTNO para generar mayores ventas.

²³ INSTITUTO MEXICANO DE CONTADORES PÚBLICOS. Fundamentos de administración financiera. IFAC. Mexico. 2000

²⁴ GARCÍA SERNA. Oscar León. Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA. Digital Express Ltda. Medellín. Colombia. 2003.

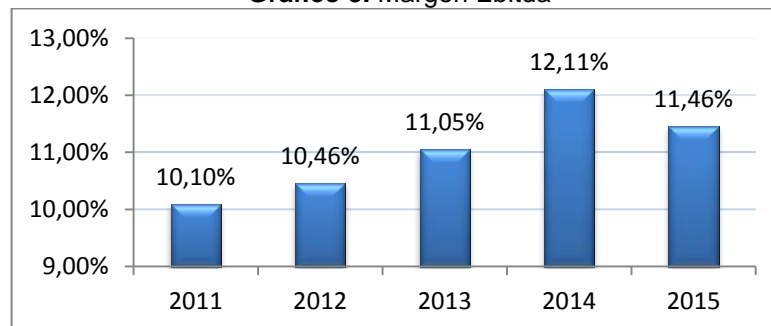
Gráfico 4. EBITDA



Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico

Siendo este un inductor que identifica la caja que está generando la compañía antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, se evidencia en AJF FARMA S.A.S. un resultado positivo y en crecimiento, lo que identifica un buen valor expresado en la capacidad que tiene la empresa para generar caja, donde está considerada únicamente la actividad productiva.

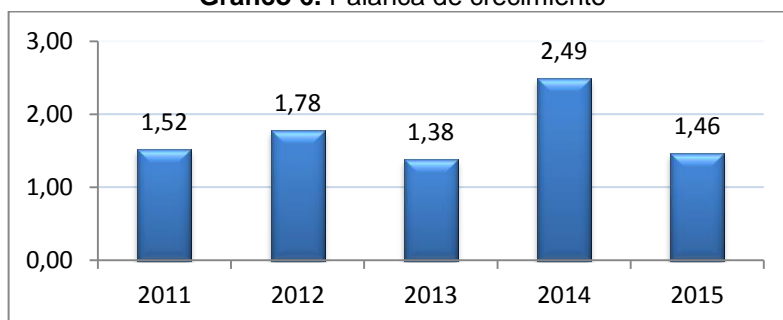
Gráfico 5. Margen Ebitda



Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico

El margen EBITDA como inductor de eficiencia operacional, representa en el periodo del 2011 al 2014 crecimiento constante, pero del 2014 al 2015 decrece a causa de que los ingresos operacionales no crecieron en la misma proporción que los años anteriores, dado que sus gastos operacionales en administración y ventas afectaron la utilidad operacional.

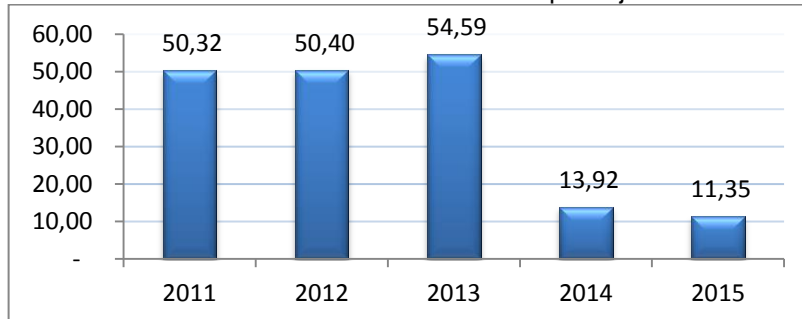
Gráfico 6. Palanca de crecimiento



Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico

La PDC refleja la relación que desde el punto de vista estructural se presenta entre el EBITDA y el KTNO de la empresa, por lo tanto permite determinar cuan tan atractivo es para una empresa desde la óptica del valor agregado, crecer²⁵. En este orden de ideas lo ideal es que el EBITDA o su Margen Ebitda sean mayor que la Productividad del KTNO con el fin de obtener una PDC mayor a 1. En AJF FARMA S.A.S presenta en todos periodos evaluados una PDC mayor a 1 siendo este favorable para los accionistas. En otras palabras el KTNO está produciendo 1.46 veces el EBITDA para el año 2015.

Gráfico 7. Productividad de capital fijo

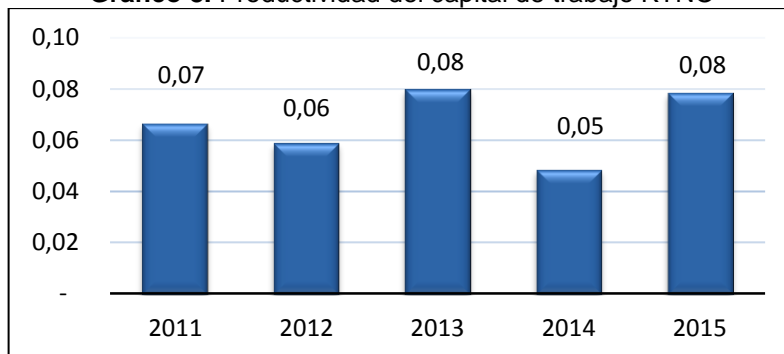


Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico

Este inductor de una idea de la forma como es aprovechada la capacidad instalada en el proceso de generar valor para los propietarios. En el periodo de 2013 a 2014 hubo una disminución significativa debido a un aumento en el activo fijo, ya que la empresa no contaba con una sede propia y se vio en la necesidad de adquirir un leasing financiero habitacional como punto estratégico por ubicación en la ciudad y mejora para el funcionamiento de su actividad.

²⁵ GARCÍA SERNA. Oscar León. Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA. Digital Express Ltda. Medellín. Colombia. 2003.

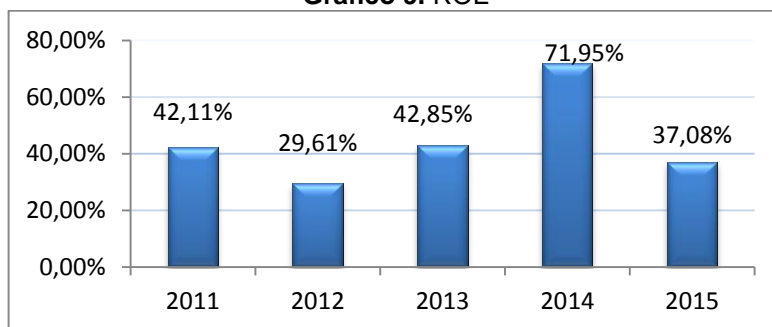
Gráfico 8. Productividad del capital de trabajo KTNO



Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico

Entendiéndose estos como la eficiencia con la que son aprovechados los recursos corrientes de la empresa;²⁶ Y la interpretación está dada por los centavos que deben mantenerse en capital de trabajo por cada peso vendido. Entre más capital de trabajo se mantenga este afectara directamente la caja y por ende el crecimiento y se estaría generando destrucción de valor.

Gráfico 9. ROE



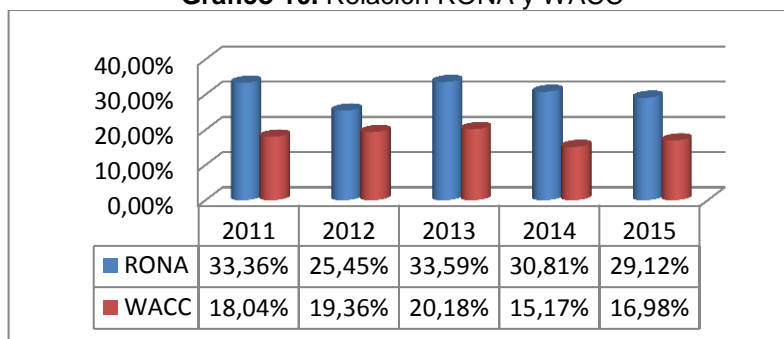
Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico

El ROE es un determinante fundamental de la tasa de crecimiento de los beneficios para los socios de la empresa, y en los datos arrojados por el indicador en el periodo, se observa una alta rentabilidad del capital de los socios, ya que por cada \$1 invertido, los socios están obteniendo un 37 % en promedio de rendimiento y teniendo en cuenta que el capital entre estos dos años se duplico.

²⁶ GARCÍA SERNA. Oscar León. Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA. Digital Express Ltda. Medellín. Colombia. 2003.

Este indicador mide la rentabilidad del capital obtenida por los fondos invertidos de los dueños a la compañía, según la gráfica AJF FARMA S.A.S. durante todo el periodo histórico analizado la empresa tiene capacidad suficiente para remunerar a los socios.

Gráfico 10. Relación RONA y WACC



Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico

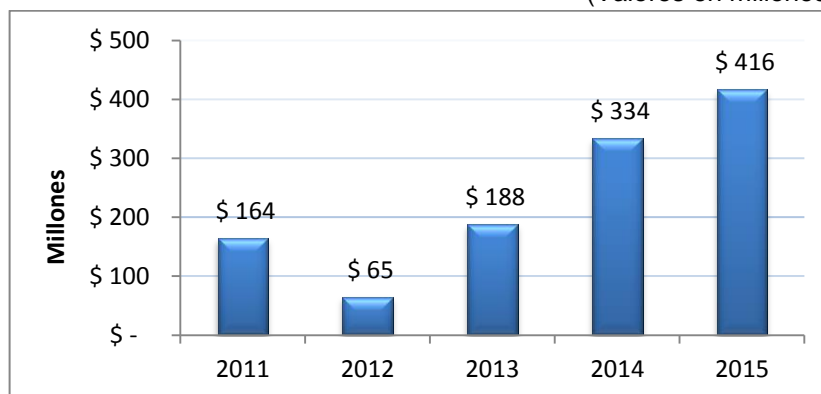
El RONA como indicador financiero en la empresa AJF FARMA S.A.S. ha sido estable en los últimos 5 años evaluados, sin embargo en los dos últimos años ha disminuido la eficiencia en el uso de los activos. El WACC como promedio ponderado entre el costo de capital (recursos ajenos) y la rentabilidad exigida por los socios (recursos propios), según resultados representados en el gráfico anterior la empresa considera un WACC constante, lo que representa para los accionistas una rentabilidad con menor volatilidad.

El RONA y el WACC identifican la relación que hay entre la rentabilidad de los activos y el costo de capital requerido para tener dichos activos; en AJF FARMA S.A.S. se expresa que en todos los periodos el RONA es mayor que el WACC lo que evidencia un resultado positivo y por ende la generación de valor en la compañía.

El EVA, como herramienta en el análisis financiero para calcular la generación de valor que está creando una empresa, es de vital importancia ya que este incluye a diferencia de otros métodos, la rentabilidad que como mínimo exige el inversionista, incluyendo igualmente los costos de capital tanto propio como externo, todo con el fin de que los recursos superen estos mismos costos.

Gráfico 11. EVA (Economic Value Added)

(Valores en millones)



Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico

El grafico anterior expresa el comportamiento del EVA en los últimos 5 años, considerándose como un indicador positivo pero variable en el tiempo, indica en su conjunto la realidad y salud financiera de la compañía, como lo es en este caso en todos los periodos se obtuvo una utilidad después de haber cubierto todos los gastos y la rentabilidad mínima esperada por parte de los socios. Se evidencia alta productividad en los diferentes factores que permiten el desarrollo de la actividad empresarial.

2.4.2.5. Formulación: El análisis financiero de la compañía se utiliza para emitir el diagnóstico de la situación financiera actual de la compañía, para determinar las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas en términos financieros de la organización y planear el futuro de la misma²⁷.

AJF FARMA S.A.S. empresa perteneciente al sector farmacéutico enfocada directamente a la comercialización de medicamentos con una trayectoria de catorce años en el mercado y con representación en las principales ciudades de Colombia, definida como una PYME y con una participación de 0,18% en el sector al 2015, registra información financiera de los últimos cinco años con la cual se llevó acabo el diagnostico financiero donde se permiten identificar la siguiente matriz FODA:

²⁷ JARAMILLO VALLEJO, Felipe. Análisis financiero básico. Alfa omega. Bogotá. Colombia. 2003.

Tabla 18. Matriz FODA AJF FARMA S.A.S.

<p>FORTALEZAS</p> <ul style="list-style-type: none"> *Generación de valor, expresa en un EVA positivo en todos los periodos. *Niveles estables de rentabilidad sobre los activos netos, en función de la actividad de la empresa. *Es una empresa que cuenta con un capital idoneo competitivo que le generan valores cualitativos de pertenencia y de mejoramiento continuo en la formulacion de estrategias de mediano plazo para la continuidad del negocio. *Cuenta con un crecimiento sostenido en las ventas. *Su margen EBITDA genera flujo de caja positivo en el tiempo. *La PDC hace la empresa atractiva, ya que esta generando valor. *Adquisicion de nuevas tecnologias para el desarrollo eficiente de la actividad comercial. * Calidad en los productos (Laboratorios reconocidos en el mercado). *A pesar de ser una PYME y en país como Colombia con una regulacion tan exigente, ha logrado sobrevivir y mantenerse, lo que indica que ha contado con una buena administracion 	<p>OPORTUNIDADES</p> <ul style="list-style-type: none"> *Se encuentra en un Nicho de mercado en constante crecimiento como lo es el sector farmaceutico en Colombia, que aunque se enfrenta una fuerte competencia externa dados los TLC con diferentes paises, que dan una entrada libre de este tipo de empresas al país, se ha sostenido con crecimientos significativos en sus ventas de mas del 15% en los ultimos 3 años. *El crecimiento le ha permitido hacer presencia en las principales ciudades de Colombia . *Ofrece un servicio y portafolio mas amplio y completo en comparacion de su competencia directa.
<p>DEBILIDADES</p> <ul style="list-style-type: none"> *Financieramente, aunque ha generado un aumento en las ventas, los costos crecen en mayor proporcion que las mismas. *Los inductores financieros en los ultimos años han reportado valores decrecientes, generando asi alerta. *Falta mayor desarrollo en pagina web (reconocimiento) 	<p>AMENAZAS</p> <ul style="list-style-type: none"> *El hecho de que la economia Colombiana este decreciendo puede influir en la disminucion de clientes *Alta competencia en el mercado nacional e internacional. *Desarrollo de E-comerce

Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico

Según lo anterior y el análisis financiero realizado a la empresa en referencia, se puede identificar que AJF FARMA S.A.S. se encuentra en constante crecimiento, observando los estados financieros se obtiene como resultado que el activo está compuesto en mayor proporción por activo corriente, siendo el rubro de la cartera la más significativa seguida de los inventarios; por otra parte el pasivo y su composición tiene mayor participación en el pasivo corriente, por lo tanto podemos decir que la empresa apalanca su activo de corto plazo con pasivo de corto plazo.

Con relación al estado de resultados y una vez realizado el análisis de tendencia, se observa que en el periodo 2011 – 2015 el costo de ventas registro un crecimiento porcentual superior al ingreso por ventas. La utilidad operacional registro una disminución muy significativa en el último periodo, dado que los ingresos por ventas reflejaron una caída del 18% en el periodo 2015-2014 frente al periodo 2014-2013.

En cuanto el flujo de caja histórico, calculado por método indirecto o tradicional, arroja caja suficiente para la operación del negocio, para las inversiones en capital de trabajo neto operativo y Capex, de igual forma para la atención de los flujos pasivos financieros. En consiguiente, los inductores de valor evaluados para la empresa se encontró que el KTNO para el 2015 desempeño una productividad del 7,85% (el mayor porcentaje en los periodos analizados), lo que indica que requirió más de KTNO para generar los mismos \$100 de ingresos en ventas, Por otra parte, el indicador de productividad del KTNO desmejoró con relación al año 2014 donde la productividad de este indicador se ubicó en el 4,86%. El EBITDA expresa que la compañía genera un buen flujo de ingresos y su margen que decrece en el último periodo 2015-2014 en 11,42% dado que los ingresos operacionales no crecieron en la misma proporción que los años anteriores.

Otro inductor que reflejo resultados positivos fue la PDC, la cual ofrece la relación existente entre el EBITDA y el KTNO y que para los cinco periodos históricos analizados estuvo por encima de 1%, siendo así un indicador favorable para la empresa, puesto que expresa que la empresa está generando caja en vez de demandarla.

Por otro lado, la productividad del activo fijo disminuyo en los últimos años 2014-2015, dada la necesidad de inversión en capital fijo, la empresa se vio obligada a la adquisición de bienes inmuebles para establecer una sede propia; dicha inversión desmejoro la productividad de este indicador.

El ROE con una rentabilidad promedio del 37%, sin embargo en el 2014 se reflejó una rentabilidad del 71% dado que el patrimonio disminuyo con relación al año anterior teniendo en cuenta que las utilidades del ejercicio anterior fueron utilizadas para inversión de capital fijo. Por su parte el RONA entendiéndose este inductor como la rentabilidad de los activos netos operativos, evidencio un crecimiento hasta el año 2013 para posteriormente tener un leve descenso al 28% en el 2015 por un aumento significativo en los activos netos operacionales, lo que indica que no se utilizaron los activos eficientemente como en los años anteriores.

El WACC como costo promedio ponderado del capital invertido por los socios en la empresa, arroja un promedio del 20,68% para el periodo de los cinco años anteriores, pudiendo tomar este porcentaje como tasa de oportunidad para los socios y el cual se ubica muy por debajo del RONA siendo un buen indicador de rentabilidad del negocio.

Finalmente, el EVA como medida de desempeño y generación de valor el cual pretende identificar cual es el nivel de riqueza que le queda a la empresa después de asumir el costo de capital, tanto de los acreedores como de sus accionistas y es importante porque integra los objetivos básicos de la empresa que tiene la empresa, entendiéndose estos como operacionales y financieros; en este orden de ideas la empresa tuvo un comportamiento eficiente en el periodo, sobre todo en los años 2011, 2013 y 2015, años en donde genero mayor cantidad de riqueza para los accionistas promediando un valor de \$157 millones.

3. METODOLOGÍA

El presente trabajo cuenta con un enfoque descriptivo y cuantitativo que refleja un análisis de la situación actual de la empresa por medio de un modelo financiero que permite desarrollar estrategias para generar valor integral para toda la compañía. Este proyecto se desarrolla por medio de las siguientes fases:

3.1. FASE 1. Recolección de información y análisis de la empresa

Se solicitaron los estados financieros de la organización y autorización para el manejo de datos al gerente administrativo y financiero, quien a su vez brinda un panorama amplio de la actividad y operación de la empresa y las fuentes más representativas de la información financiera; de igual forma se hace un recorrido para conocer detalladamente el funcionamiento y las instalaciones de la sede principal. Una vez realizado el análisis de indicadores financieros con esta información, se solicitó aclaración de dudas con la empresa y se realizaron reuniones en la sede de Bogotá para indagar un poco más sobre la operación y se llevó a cabo el seguimiento y control del presente proyecto de valoración.

3.2. FASE 2. Diagnóstico financiero

Para realizar el diagnostico se requirió la información financiera histórica de la empresa clara y completa, lo cual permitió visualizar virtudes, falencias y enfoques que determinaron la dirección y creación de propuestas estratégicas en proyecciones y en conjunto del trabajo. Se aplican herramientas para realizar un análisis financiero preliminar en la estructuración de la propuesta de valoración financiera, se utilizaron principalmente:

- Análisis de estructura y de tendencia (como anexo)
- Análisis de mercado
- Calculo de razones financieras de liquidez, apalancamiento, rentabilidad, endeudamiento, operación, productividad e inductores de valor.
- Análisis cuantitativo del diagnóstico financiero y cualitativo para la estructuración para la valoración financiera.

3.3. FASE 3. Definición de estrategias de generación de Valor

Análisis del mercado al cual pertenece AJF FARMA S.A.S. teniendo en cuenta variables macroeconómicas que afectan la proyección de los flujos de caja.

Aplicación de la Matriz FODA como herramienta que identifica y evidencia la situación actual de la compañía.

Formulación de resultados y estrategias según herramientas utilizadas.

3.4. FASE 4. Diseño, Desarrollo y validación del modelo Financiero en Excel

Desarrollo de un modelo financiero con la herramienta Excel de la siguiente manera:

- Hoja 1 (Inicio): Vínculos con enlaces del desarrollo del modelo y demás hojas del archivo.
- Hoja 2 (Datos de Entrada): Variables base de datos macroeconómicas y crecimiento para la elaboración de proyecciones.
- Hoja 3 (E. Financieros): Estados financieros históricos de la empresa 2011-2015, balance general, estado de resultados y flujo de caja.
- Hoja 4 (Indicadores): Indicadores financieros históricos y proyectados.
- Hoja 5 (Amortización): Amortización del crédito- Leasing Casa Barrio el Polo.
- Hoja 6 (ArbRONA): Árbol de rentabilidad activo neto de la empresa de acuerdo a los indicadores analizados.
- Hoja 7 (E. Financieros Proyect): Estados financieros proyectados a 2020 de la empresa.
- Hoja 8 (FCL Proyectado): Flujo de Caja Libre Proyectado a 2020 de la empresa en estudio.
- Hoja 9 (Valoración): Proceso de valoración de la empresa con resultado final.
- Hoja 10 (Escenarios): Escenarios proyectados con las estrategias a implementar. Evaluación de las variables sensibles.
- Hoja 11 (Simulación Montecarlo): Simulación con mil repeticiones de inductores de valor y variables sensibles.

Análisis de escenarios para variables que puedan atacarse por medio de un modelo determinístico.

Presentación de los comportamientos de las razones financieras para presentar alternativas y posibles propuestas de generación de valor.

Desarrollo del Flujo de Caja Libre Descontado para las proyecciones de los siguientes cinco años 2016-2020.

Análisis de los resultados, conclusiones y recomendaciones.

3.5. FASE 5. Sustentación del trabajo ante la empresa y ante el jurado de la Universidad.

Luego de las diferentes sesiones con el Director del Proyecto de Grado se busca utilizar las mejores prácticas para obtener el mejor resultado del análisis de valoración financiera. Con lo anterior, se procederá a la realización de la presentación de los factores relevantes que muestren el cumplimiento de los objetivos planteados al inicio del proyecto ante el director financiero de la empresas AJF FARMA S.A.S. y luego ante la universidad.

4. RESULTADOS

En el mundo de las finanzas, el análisis del valor económico se ha convertido en un referente principal, con base en el cual se analizan las principales decisiones financieras de la empresa: inversión, financiación y retribución al capital. Asimismo, se considera que la principal misión de la dirección financiera en una empresa es asegurar que existen los mecanismos necesarios para que las decisiones que se tomen en todos los niveles de la organización puedan ser estudiadas bajo la perspectiva del valor económico de la empresa²⁸.

En este capítulo se detalla con mayor exactitud el análisis realizado a la empresa AJF FARMA S.A.S. según la situación económica y financiera de la empresa.

Inicialmente se tendrá en cuenta los resultados arrojados en la formulación de problema, como también la generación de estrategias para los inductores de valor que presentan decrecimientos en los últimos años del diagnóstico. Para una mayor comprensión de las estrategias se tiene en cuenta los estados financieros proyectados y un análisis de escenarios que permite determinar a los dueños de la compañía una toma de decisiones futura.

4.1. Estrategias de generación de valor.

Se propone dar una estrategia de generación de valor a la empresa partiendo del diagnóstico financiero inicial de los cinco años históricos evaluados, y los cuales se describieron en el capítulo anterior.

Tabla 19. Desarrollo de estrategias

PROBLEMAS	ESTRATEGIAS
<ul style="list-style-type: none">* La no existencia de una tendencia constante en el crecimiento en ventas de la compañía AJF FARMA S.A.S.* Los inductores de valor presentan algunas alteraciones decrecientes a través de los años	<ul style="list-style-type: none">* Se plantea un modelo determinístico para los tres escenarios planteados en el crecimiento de ventas.* Se realiza un análisis probabilístico de la influencia de las ventas (promedio histórico y el proyectado de la empresa) y el costo de ventas, como atribución en el resultado de los inductores más representativos (RONA, EVA, EBITDA)

Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico

²⁸ LÓPEZ, Francisco y LUNA, Walter. Valoración de empresas en la práctica. McGraw Hill. Madrid. España. 2001.

Como estrategia de generación de valor se propone realizar tres escenarios al modelo financiero de valoración, los cuales se denominaran Realista, Pesimista y optimista, para el Realista se toman crecimiento en ventas con dos variables macroeconómicas como son el IPC más PIB proyectado; para el Pesimista se toma solamente el IPC y el optimista con expectativas de crecimiento en ventas esperado por la empresa en un 19% en promedio.

Con este análisis se busca comparar las expectativas de crecimiento de la empresa versus el IPC para Colombia en la proyección del medio ciclo económico. Esta herramienta utilizada para contrastar inductores sensibles al cambio en el crecimiento en ventas, inductores como lo son: RONA, EVA, EBITDA y KTNO. Igualmente se observara el resultado en el costo de ventas, el valor de mercado de la empresa, valor del patrimonio y su valorización junto con la Q de tobin.

- **Escenario pesimista.**

En este escenario se toma como variable macroeconómica para el crecimiento en las ventas el IPC proyectado. Asumiendo que la empresa no crezca con la misma tendencia histórica y con la expectativa de un decrecimiento de la variable inflación para los próximos años. Bajo estas condiciones el resultado las variables analizadas reflejan un crecimiento constante y aceptable en los cinco años.

- **Escenario Realista.**

En este escenario se tiene contemplado el crecimiento en ventas histórico, junto con dos variables macroeconómicas de crecimiento como son el PIB y EL IPC. Con lo cual se estima que el comportamiento de las ventas se vea influenciado por estas dos variables. El resultado bajo estas condiciones mejora el resultado de las variables analizadas el RONA, EBITDA, EVA generan crecimiento en los años proyectados.

- **Escenario Optimista**

Bajo este escenario se toma como variable de crecimiento el estimado por la empresa el cual proyecta un mínimo de 18% para el año 2016 y un máximo de 20% para el último año proyectado 2020; en este contexto se refleja un resultado muy positivo para la empresa en cuanto a indicadores.

Tabla 20. Escenarios

Resumen del escenario			
	Pesimista	Realista	Optimista
Celdas cambiantes:			
PorcCrec2016	5,95%	8,81%	18,00%
PorcCrec2017	3,58%	6,69%	20,00%
PorcCrec2018	3,05%	6,66%	20,00%
PorcCrec2019	3,02%	7,14%	18,00%
PorcCrec2020	3,00%	7,12%	20,00%
Celdas de resultado:			
IngreOper2016	\$20.392.080.353	\$20.942.666.523	\$22.711.330.644
IngreOper2017	\$21.122.116.830	\$22.343.186.404	\$27.253.596.772
IngreOper2018	\$21.766.341.393	\$23.830.516.465	\$32.704.316.127
IngreOper2019	\$22.423.684.903	\$25.532.205.985	\$38.591.093.030
IngreOper2020	\$23.096.395.451	\$27.350.099.051	\$46.309.311.636
RONA2016	24,96%	25,25%	26,14%
RONA2017	25,35%	25,97%	28,11%
RONA2018	25,69%	26,68%	29,99%
RONA2019	26,02%	27,43%	31,60%
RONA2020	26,35%	28,17%	33,26%
EVA_2016	\$258.709.309	\$272.215.065	\$315.559.555
EVA_2017	\$278.370.028	\$308.303.984	\$428.397.234
EVA_2018	\$289.550.370	\$339.937.260	\$555.779.317
EVA_2019	\$305.153.783	\$380.878.189	\$697.494.641
EVA_2020	\$316.012.114	\$419.160.452	\$876.423.766
EBITDA2016	\$2.279.862.653	\$2.347.431.822	\$2.564.486.248
EBITDA2017	\$2.309.766.708	\$2.451.994.659	\$3.030.119.001
EBITDA2018	\$2.378.717.942	\$2.615.128.925	\$3.636.142.801
EBITDA2019	\$2.450.467.475	\$2.803.367.729	\$4.283.100.422
EBITDA2020	\$2.523.921.216	\$3.002.898.870	\$5.148.778.207
KTNO2016	\$1.279.804.284	\$1.312.735.825	\$1.418.522.782
KTNO2017	\$1.322.684.357	\$1.395.718.707	\$1.689.419.112
KTNO2018	\$1.360.524.105	\$1.483.986.098	\$2.014.743.888
KTNO2019	\$1.399.134.418	\$1.585.060.610	\$2.366.135.944
KTNO2020	\$1.438.647.344	\$1.693.068.946	\$2.827.053.277

Fuente: Elaboración propia con la proyección de estados financieros

Los inductores de valor RONA, EVA, EBITDA registran un comportamiento importante de crecimiento y generación de rentabilidad para el inversionista. En conclusión los tres escenarios son factibles para la empresa y reportan un crecimiento constante en sus resultados.

4.2. Supuestos Macroeconómicos

Tabla 21. Supuestos Macroeconómicos

AÑO	2016	2017	2018	2019	2020
PIB REAL ²⁹	2,70%	3,00%	3,50%	4,00%	4,00%
IPC ³⁰	5,95%	3,58%	3,05%	3,02%	3,00%
DTF 90 días (EA) Promedio del año ³¹	6,24%	5,46%	5,53%	4,66%	4,41%
IMPUESTO DE RENTA	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
CREE	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%

Fuente: DNP, Bancolombia, Davivienda, Ministerio de Hacienda y Crédito y DANE

Tabla 22. Supuestos de crecimiento para proyecciones.

Años	2016	2017	2018	2019	2020
Crecimiento en ventas afectado tasas combinadas PIB e IPC	8,81%	6,69%	6,66%	7,14%	7,12%
Distribución de utilidades (Propuesta)	92%	92%	92%	92%	92%
Spread pactado al DTF para Crédito Vigente	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%

Fuente: Elaboración propia con datos de la empresa.

Se realiza la proyección de los estados financieros a 2020 de la empresa AJF FARMA S.A.S, tomando como base el promedio de la participación de las cuentas y variables macroeconómicas como son el índice de precios al consumidor, Depósitos a Término Fijo (DTF), tasas de interés, Producto Interno Bruto (PIB) para la proyección a cinco años; igualmente se efectúa una simulación con tres escenarios: Pesimista, realista y optimista, a partir de variables como el porcentaje de crecimiento en ventas para llegar a obtener un nuevo resultado en los inductores de valor como lo solo son el EBITDA, EVA, RONA y KTNO. Lo anterior con el fin de contrastar el crecimiento proyectado por la empresa versus

²⁹ DEPARTAMENTO NACIONAL DE PLANEACIÓN. Supuestos Macroeconomicos Generales Básicos [en línea].<https://www.dnp.gov.co/estudios-y-publicaciones/estudios-economicos/Paginas/supuestos-economicos.aspx>.2016. > [citado en 05 de Junio de 2016]

³⁰ MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO Y BANCOLOMBIA. Promedio cifras proyectadas [en línea]. <www.shd.gov.co, <http://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/>>[citado en 12 de Junio de 2016]

³¹ DAVIVIENDA, BANCOLOMBIA Y DANE. Promedio cifras proyectadas [en línea]. <<https://www.davivienda.com/wps/wcm/connect/51220845-cb05-487f-b27c-8fb40db30f22/Proyecciones+Variables+Macroeconomicas>, http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/ipc/cp_ipc_dic15.pdf > [citado en 12 de Junio de 2016],

un crecimiento real que viene de la combinación de los indicadores proyectados del IPC Y PIB para la proyección de cinco años de los estados financieros.

La DTF como tasa de proyección para la amortización del crédito vigente para los cinco años de proyección. La tasa impositiva se toma como referente la vigente por la norma regulatoria. Las demás variables correspondientes a la empresa, se validan de acuerdo al comportamiento histórico de los estados financieros históricos.

4.3. Participación de las cuentas para la proyección de los estados financieros

Tabla 23. Participación sobre el total de ingresos operacionales

Participación	2011	2012	2013	2014	2015
Venta Medicamentos	83%	83%	82%	84%	86%
Servicios de Call Center	8%	6%	6%	5%	4%
Devolución en Ventas	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%
Descuentos Comerciales - y – Financieros	8%	4%	6%	4%	4%
Notas Crédito Por Negociaciones	2%	8%	6%	7%	7%
Servicios Fletes	0%	1%	1%	1%	0%
Indemnizaciones – Fletes	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico

Tabla 24. Participación sobre el total de Gasto Operacional de Administración

Participación	2011	2012	2013	2014	2015
Gastos de Personal	31%	36%	33%	35%	54%
Honorarios	25%	27%	28%	26%	5%
Impuestos	6%	5%	5%	0%	0%
Arrendamientos	12%	11%	15%	18%	8%
Legales-Notariales y Seguros	1%	1%	1%	2%	3%
Servicios Generales	11%	12%	9%	8%	12%
Transportes Urbano Fletes y Acarreos	3%	1%	0%	0%	0%
Mantenimiento y Reparaciones	1%	0%	1%	0%	8%
Gastos de Representación y Visitas Comerciales	2%	2%	4%	3%	0%
Elementos Aseo y Cafetería	0%	1%	0%	0%	0%
Servicios Públicos y Gastos Menores	1%	0%	0%	0%	0%
Depreciaciones	3%	2%	1%	4%	7%
Provisiones	2%	3%	0%	0%	0%
Otros (Indemnizaciones, Equipo Comunicaciones)	2%	0%	2%	1%	2%

Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico

Tabla 25. Participación sobre el total del gasto operacional de administración

Participación	2011	2012	2013	2014	2015
Honorarios	0%	0%	0%	0%	1%
Impuestos	0%	0%	0%	5%	5%
Arrendamientos	0%	2%	4%	0%	4%
Servicios Transportes (Fletes, Recambios, Servicios Fletes)	45%	49%	37%	43%	17%
Servicios Generales	6%	0%	0%	2%	15%
Servicios Temporales	36%	30%	29%	36%	32%
Servicios Asistencia Técnica	0%	4%	7%	0%	0%
Servicios Comunicaciones y Procesamiento de Datos	11%	9%	7%	2%	7%
Servicios Públicos y Teléfonos	0%	0%	0%	4%	6%
Programa a Pacientes y Médicos	0%	2%	0%	0%	0%
Propaganda y Publicidad	0%	0%	7%	1%	3%
Mantenimiento y Reparaciones	0%	0%	0%	0%	1%
Gastos de Representación y Comerciales Mdcs	0%	0%	0%	2%	3%
Empaques, Papelería, Elementos Tecnológicos	1%	2%	3%	3%	6%
Diversos	1%	1%	5%	1%	1%

Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico

Tabla 26. Participación sobre el total del gasto no operacional

Participación	2011	2012	2013	2014	2015
Gastos Financieros y Comisiones Tarjetas	8%	2%	9%	6%	12%
Gastos Financieros Intereses y Chequeras	0%	6%	5%	3%	9%
Impuesto Cuatro Por Mil	8%	1%	2%	7%	18%
Descuentos Otorgados a Clientes y Reintegro NC de D.P.	84%	89%	80%	80%	54%
Otros Gastos (Impuestos-retenciones No deducibles)	0%	3%	3%	4%	8%

Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico

Tabla 27. Participación de propiedad, planta y equipo

PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO	2011	2012	2013	2014	2015
(-) Menos Depreciación Acumulada	-371%	-472%	-603%	-259%	-470%
Participación Propiedad Planta y Equipo					
Equipo de Oficina	11%	9%	10%	10%	22%
Equipo de Computación	65%	62%	61%	64%	56%
Equipo de Comunicaciones	21%	25%	26%	24%	20%
Equipo Médico	3%	4%	4%	2%	1%

Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico

Tabla 28. Participación de los Activos y pasivos

ACTIVOS	2011	2012	2013	2014	2015
DISPONIBLE	100%	100%	100%	100%	100%
Bancos	99%	100%	99%	99%	99%
Caja	1%	0%	1%	1%	1%
PASIVO					
CUENTAS POR PAGAR	70%	100%	100%	100%	100%
Costos y Gastos Por Pagar (Fletes)	40%	48%	78%	25%	56%
Deudas Accionistas	31%	8%	0%	58%	0%
Impuestos Retenidos	30%	44%	22%	10%	25%
Impuestos por Pagar IVA	0%	0%	0%	7%	19%

Fuente: Elaboración propia con resultados del diagnóstico

4.4. Flujo de caja proyectado en escenario realista

Tabla 29. Flujo de Caja Proyectado

AÑOS	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT	\$ 2.266.004.802	\$ 2.417.541.607	\$ 2.578.471.308	\$ 2.762.594.787	\$ 2.959.291.536
+ Depreciación	\$ 67.312.102	\$ 19.394.213	\$ 20.596.349	\$ 23.564.770	\$ 25.173.941
+ Provisión	\$ 14.114.918	\$ 15.058.839	\$ 16.061.268	\$ 17.208.171	\$ 18.433.393
EBITDA	\$ 2.347.431.822	\$ 2.451.994.659	\$ 2.615.128.925	\$ 2.803.367.729	\$ 3.002.898.870
- Impuestos Operacionales	\$ 770.441.633	\$ 821.964.146	\$ 876.680.245	\$ 939.282.228	\$ 1.006.159.122
FLUJO DE CAJA BRUTO	\$ 1.576.990.190	\$ 1.630.030.513	\$ 1.738.448.680	\$ 1.864.085.501	\$ 1.996.739.748
- Inversión KTNO	\$ (198.527.536)	\$ 82.982.881	\$ 88.267.392	\$ 101.074.512	\$ 108.008.335
- Inversión CAPEX	\$ 86.610.533	\$ 23.852.641	\$ 25.331.129	\$ 28.981.944	\$ 30.961.039
FLUJO DE CAJA LIBRE	\$ 1.688.907.192	\$ 1.523.194.990	\$ 1.624.850.159	\$ 1.734.029.045	\$ 1.857.770.374
+ Pasivo Financiero	\$ (60.108.920)	\$ (69.114.672)	\$ (76.521.275)	\$ (86.833.311)	\$ (96.142.394)
- Gasto Financiero * (1-Tx)	\$ 150.936.038	\$ 161.029.734	\$ 171.749.081	\$ 184.013.340	\$ 197.115.089
- Otros Egresos No Oper * (1-Tx)	\$ 640.925.519	\$ 683.786.772	\$ 729.304.748	\$ 781.382.942	\$ 837.017.407
FD CAJA DEL ACCIONISTA	\$ 836.936.716	\$ 609.263.811	\$ 647.275.054	\$ 681.799.452	\$ 727.495.483
+ Variación del Patrimonio	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
+ Dividendos	\$ (736.638.362)	\$ (703.701.612)	\$ (750.760.954)	\$ (800.737.234)	\$ (857.916.278)
+ Impuestos	\$ (16.967.417)	\$ 24.242.691	\$ 25.745.356	\$ 29.455.871	\$ 31.467.329
FLUJO DE CAJA OPERATIVO	\$ 83.330.937	\$ (70.195.110)	\$ (77.740.543)	\$ (89.481.910)	\$ (98.953.466)
+ Saldo Inicial	\$ 280.414.092	\$ 363.745.029	\$ 293.549.919	\$ 215.809.375	\$ 126.327.465
FLUJO DE CAJA DISPONIBLE	\$ 363.745.029	\$ 293.549.919	\$ 215.809.375	\$ 126.327.465	\$ 27.374.000

Fuente: Elaboración propia con datos de la empresa y supuestos macroeconómicos

En este flujo de caja se presentan los ingresos y egresos de dinero que se estiman para la empresa, en los próximos cinco años. Es de importante conocimiento para la empresa ya que demuestra de forma inmediata la liquidez de la empresa. Por lo anterior, se evidencia que para todos los años el flujo de caja es positivo lo que permite inferir que los ingresos operativos registrados por las ventas en los años proyectados atienden con suficiencia los egresos que por servicios financieros y dividendos que se registran en el periodo; lo anterior hace atractiva a la empresa para nuevas inversiones o alternativas de negocio para su crecimiento en el mediano plazo.

4.5. Estado de Resultados Proyectado

Para este escenario realista se toma el crecimiento de las ventas ajustado a un incremento en la inflación más el crecimiento del Producto Interno Bruto (real); manteniendo un crecimiento constante en las ventas dada la proyección de los indicadores macroeconómicos supuestos; y manteniendo los costos como un promedio de participación del comportamiento histórico 2011-2015 sobre el total de los ingresos operacionales proyectados.

Tabla 30. Estado de resultados proyectado

(Valores en millones)

Años	2016	2017	2018	2019	2020
TOTAL INGRESOS DEL PERIODO	\$ 20.943	\$ 22.343	\$ 23.831	\$ 25.532	\$ 27.350
INGRESOS OPERACIONALES	\$ 20.943	\$ 22.343	\$ 23.831	\$ 25.532	\$ 27.350
Venta Medicamentos	\$ 17.518	\$ 18.689	\$ 19.933	\$ 21.357	\$ 22.877
Servicios de Call Center	\$ 1.278	\$ 1.363	\$ 1.454	\$ 1.558	\$ 1.669
Devolución en Ventas	\$ (277)	\$ (296)	\$ (316)	\$ (338)	\$ (362)
Descuentos Comerciales - y - Financieros	\$ 1.048	\$ 1.118	\$ 1.192	\$ 1.277	\$ 1.368
Notas Crédito Por Negociaciones	\$ 1.255	\$ 1.339	\$ 1.428	\$ 1.530	\$ 1.639
Servicios Fletes	\$ 90	\$ 96	\$ 102	\$ 110	\$ 118
Indemnizaciones - Fletes	\$ 32	\$ 34	\$ 36	\$ 39	\$ 42
COSTO DE VENTAS MEDICAMENTOS	\$ 15.209	\$ 16.226	\$ 17.306	\$ 18.542	\$ 19.862
UTILIDAD BRUTA	\$ 5.734	\$ 6.117	\$ 6.525	\$ 6.990	\$ 7.488
	0%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
TOTAL GASTOS OPERACIONALES ADMÓN. Y VENTAS	\$ 3.468	\$ 3.700	\$ 3.946	\$ 4.228	\$ 4.529
GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACIÓN	\$ 1.513	\$ 1.614	\$ 1.722	\$ 1.845	\$ 1.976
Gastos de Personal	\$ 573	\$ 611	\$ 652	\$ 698	\$ 748
Honorarios	\$ 339	\$ 361	\$ 385	\$ 413	\$ 442
Impuestos	\$ 51	\$ 55	\$ 58	\$ 63	\$ 67

Arrendamientos	\$ 195	\$ 208	\$ 222	\$ 237	\$ 254
Legales-Notariales y Seguros	\$ 23	\$ 25	\$ 26	\$ 28	\$ 30
Servicios Generales	\$ 157	\$ 168	\$ 179	\$ 192	\$ 206
Transportes Urbano Fletes y Acarreos	\$ 12	\$ 13	\$ 14	\$ 15	\$ 16
Mantenimiento y Reparaciones	\$ 30	\$ 32	\$ 34	\$ 36	\$ 39
Gastos de Representación y Visitas Comerciales	\$ 37	\$ 39	\$ 42	\$ 45	\$ 48
Elementos Aseo y Cafetería	\$ 2	\$ 2	\$ 3	\$ 3	\$ 3
Servicios Públicos y Gastos Menores	\$ 4	\$ 4	\$ 5	\$ 5	\$ 5
Depreciaciones	\$ 67	\$ 19	\$ 21	\$ 24	\$ 25
Provisiones	\$ 14	\$ 15	\$ 16	\$ 17	\$ 18
Otros (Indemnizaciones, Equipo Comunicaciones)	\$ 24	\$ 26	\$ 27	\$ 29	\$ 31
GASTOS OPERACIONALES DE VENTAS	\$ 1.955	\$ 2.086	\$ 2.224	\$ 2.383	\$ 2.553
Honorarios	\$ 5	\$ 6	\$ 6	\$ 7	\$ 7
Impuestos	\$ 37	\$ 40	\$ 42	\$ 45	\$ 49
Arrendamientos	\$ 35	\$ 37	\$ 40	\$ 43	\$ 46
Servicios Transportes (Fletes, Recambios, Servicios Fletes)	\$ 751	\$ 801	\$ 854	\$ 915	\$ 980
Servicios Generales	\$ 90	\$ 96	\$ 102	\$ 109	\$ 117
Servicios Temporales	\$ 638	\$ 681	\$ 726	\$ 778	\$ 833
Servicios Asistencia Técnica	\$ 45	\$ 48	\$ 51	\$ 55	\$ 59
Servicios Comunicaciones y Procesamiento de Datos	\$ 139	\$ 149	\$ 159	\$ 170	\$ 182
Servicios Públicos y Teléfonos	\$ 40	\$ 43	\$ 46	\$ 49	\$ 52
Programa a Pacientes y Médicos	\$ 9	\$ 10	\$ 10	\$ 11	\$ 12
Propaganda y Publicidad	\$ 46	\$ 49	\$ 52	\$ 56	\$ 60
Mantenimiento y Reparaciones	\$ 5	\$ 5	\$ 6	\$ 6	\$ 6
Gastos de Representación y Comerciales Mdcs	\$ 20	\$ 21	\$ 23	\$ 24	\$ 26
Empaques, Papelería, Elementos Tecnológicos	\$ 59	\$ 63	\$ 67	\$ 72	\$ 77
Diversos	\$ 36	\$ 38	\$ 41	\$ 44	\$ 47
UTILIDAD OPERACIONAL	\$ 2.266	\$ 2.418	\$ 2.578	\$ 2.763	\$ 2.959
GASTOS NO OPERACIONALES - OTROS EGRESOS	\$ 1.200	\$ 1.280	\$ 1.365	\$ 1.463	\$ 1.567
Gastos Financieros y Comisiones Tarjetas	\$ 88	\$ 94	\$ 101	\$ 108	\$ 115
Gastos Financieros Intereses y Chequeras	\$ 54	\$ 57	\$ 61	\$ 66	\$ 70
Impuesto Cuatro Por Mil	\$ 86	\$ 92	\$ 98	\$ 105	\$ 113
Descuentos Otorgados a Clientes y Reintegro NC de D.P.	\$ 928	\$ 990	\$ 1.056	\$ 1.132	\$ 1.212
Otros Gastos (Impuestos-retenciones No deducibles)	\$ 43	\$ 46	\$ 49	\$ 52	\$ 56
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO	\$ 1.066	\$ 1.138	\$ 1.213	\$ 1.300	\$ 1.392
PROVISIÓN IMPUESTO DE RENTA Y CREE	\$ 363	\$ 387	\$ 413	\$ 442	\$ 473
Impuesto de Renta	\$ 267	\$ 284	\$ 303	\$ 325	\$ 348
Impuesto CREE	\$ 96	\$ 102	\$ 109	\$ 117	\$ 125
UTILIDAD NETA	\$ 704	\$ 751	\$ 801	\$ 858	\$ 919

Fuente: Elaboración propia con datos de la empresa.

4.6. Balance general proyectado

Tabla 31. Balance general proyectado

(Valores en millones)

AÑOS	2016	2017	2018	2019	2020
ACTIVOS					
DISPONIBLE	\$ 364	\$ 294	\$ 216	\$ 126	\$ 27
Bancos	\$ 361	\$ 291	\$ 214	\$ 125	\$ 27
Caja	\$ 3	\$ 2	\$ 2	\$ 1	\$ 0
DEUDORES	\$ 3.146	\$ 3.327	\$ 3.519	\$ 3.740	\$ 3.976
Cientes Nacionales	\$ 2.192	\$ 2.339	\$ 2.494	\$ 2.672	\$ 2.863
Cuentas por Cobrar a Socios	\$ 228	\$ 228	\$ 228	\$ 228	\$ 228
Anticipos y Avances a Socios	\$ 2	\$ 2	\$ 2	\$ 2	\$ 2
Anticipos de Impuestos y Saldo a Favor	\$ 521	\$ 556	\$ 593	\$ 635	\$ 681
Deudores Varios - Reposición	\$ 109	\$ 117	\$ 124	\$ 133	\$ 143
Medicamentos	\$ 108	\$ 115	\$ 123	\$ 131	\$ 141
Deudores Varios - Notas Crédito por Negociación	\$ 108	\$ 115	\$ 123	\$ 131	\$ 141
Provisión de Cartera - Difícil recaudo	\$ (14)	\$ (29)	\$ (45)	\$ (62)	\$ (81)
INVENTARIOS	\$ 1.547	\$ 1.650	\$ 1.760	\$ 1.886	\$ 2.020
Medicamentos de Alto Costo	\$ 1.547	\$ 1.650	\$ 1.760	\$ 1.886	\$ 2.020
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	\$ 5.057	\$ 5.271	\$ 5.495	\$ 5.752	\$ 6.023
OTROS ACTIVOS	\$ 1.492	\$ 1.496	\$ 1.501	\$ 1.506	\$ 1.512
CONSTRUCCIONES Y EDIFICACIONES	\$ 1.425	\$ 1.425	\$ 1.425	\$ 1.425	\$ 1.425
Casa Barrio Polo + Remodelaciones	\$ 1.425	\$ 1.425	\$ 1.425	\$ 1.425	\$ 1.425
PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO	\$ 67	\$ 71	\$ 76	\$ 81	\$ 87
Equipo de Oficina	\$ 45	\$ 48	\$ 51	\$ 54	\$ 58
Equipo de Computación	\$ 220	\$ 234	\$ 250	\$ 268	\$ 287
Equipo de Comunicaciones	\$ 82	\$ 87	\$ 93	\$ 100	\$ 107
Equipo Médico	\$ 10	\$ 11	\$ 12	\$ 13	\$ 14
(-) Menos Depreciación Acumulada	\$ (290)	\$ (309)	\$ (330)	\$ (354)	\$ (379)
TOTAL ACTIVOS	\$ 6.549	\$ 6.767	\$ 6.996	\$ 7.259	\$ 7.536
PASIVO					
PROVEEDORES	\$ 2.991	\$ 3.191	\$ 3.404	\$ 3.647	\$ 3.906
Nacionales	\$ 2.991	\$ 3.191	\$ 3.404	\$ 3.647	\$ 3.906
Bancos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
CUENTAS POR PAGAR	\$ 233	\$ 249	\$ 266	\$ 284	\$ 305
Costos y Gastos Por Pagar (Fletes)	\$ 115	\$ 123	\$ 131	\$ 141	\$ 151
Deudas Accionistas	\$ 45	\$ 48	\$ 51	\$ 55	\$ 59
Impuestos Retenidos	\$ 61	\$ 65	\$ 69	\$ 74	\$ 79
Impuestos por Pagar IVA	\$ 12	\$ 13	\$ 14	\$ 15	\$ 16
PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	\$ 532	\$ 557	\$ 584	\$ 614	\$ 646

Obligaciones Laborales	\$ 22	\$ 23	\$ 23	\$ 24	\$ 25
Obligaciones Fiscales (Renta) y (Cree)	\$ 363	\$ 387	\$ 413	\$ 442	\$ 473
Anticipos y Avances Recibidos por proveedores	\$ 42	\$ 42	\$ 42	\$ 42	\$ 42
Notas Crédito Para Terceros	\$ 106	\$ 106	\$ 106	\$ 106	\$ 106
TOTAL PASIVO CORRIENTE	\$ 3.757	\$ 3.998	\$ 4.253	\$ 4.545	\$ 4.857
FEN (NECESIDAD DE FINANCIACIÓN)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
PASIVO A LARGO PLAZO	\$ 838	\$ 769	\$ 692	\$ 605	\$ 509
Leasing Grupo Helm- Planta Telefónica	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Leasing Casa Barrio el Polo	\$ 838	\$ 769	\$ 692	\$ 605	\$ 509
TOTAL PASIVOS	\$ 4.595	\$ 4.766	\$ 4.945	\$ 5.151	\$ 5.367
PATRIMONIO	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Capital Social Pagado	\$ 1.250	\$ 1.250	\$ 1.250	\$ 1.250	\$ 1.250
Reserva Legal	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Revalorización del Patrimonio	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Utilidades Ejercicios Anteriores	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Utilidad del Ejercicio	\$ 704	\$ 751	\$ 801	\$ 858	\$ 919
TOTAL PATRIMONIO	\$ 1.954	\$ 2.001	\$ 2.051	\$ 2.108	\$ 2.169
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	\$ 6.549	\$ 6.767	\$ 6.996	\$ 7.259	\$ 7.536

Fuente: Elaboración propia con datos de la empresa y supuestos macroeconómicos

Tabla 32. Composición del activo proyectado

PERIODO	2016	2017	2018	2019	2020
Total activo corriente	77,2%	77,9%	78,5%	79,2%	79,9%
Otros activos	23%	22%	21%	21%	20%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia con datos de la empresa y supuestos macroeconómicos

Se mantiene la concentración del activo corriente con una concentración del 78%, siendo la cuenta de deudores la que más concentra activo con un promedio del 50% seguida del nivel de inventarios con un promedio del 25%. Se observa poca inversión en activo fijo contando con solo la propiedad por la compra del bien inmueble para establecer la sede propia de la compañía, por lo que la participación de esta en el total del activo, representa un 20% en promedio; el disponible disminuye progresivamente dado la necesidad de inversión en Capital de trabajo neto operativo.

Tabla 33. Composición del pasivo y patrimonio proyectado

PERIODO	2016	2017	2018	2019	2020
Total pasivo corriente	57,4%	59,1%	60,8%	62,6%	64,5%
Otros pasivos	13%	11%	10%	8%	7%
Total patrimonio	30%	30%	29%	29%	29%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia con datos de la empresa y supuestos macroeconómicos

En cuanto a los pasivos esta refleja su mayor concentración en las cuentas de tipo corriente en la cuenta de proveedores se evidencia un aumento continuo en el periodo promediando una participación del 49%. El pasivo a largo plazo este disminuye al igual que las obligaciones financieras a causa de la amortización del leasing habitacional con el cual se adquirió la vivienda para la sede de la compañía, y que la empresa no tiene proyectado la inversión en nuevo capital fijo para los próximos años.

4.7. Indicadores e inductores financieros proyectados

Tabla 34. Rotación de inventarios Proyectados

(Valores en millones)

	2016	2017	2018	2019	2020
Costos de Ventas de Medicamentos	\$5.209	\$6.226	\$17.306	\$18.542	\$19.682
Inventarios	\$1.547	\$1.650	\$1.760	\$1.886	\$2.020
Rotación de inventario	10	10	10	10	10
Días Inventario	37	37	37	37	37

Fuente: Elaboración propia con datos de la empresa y supuestos macroeconómicos

Se mantiene un promedio de rotación de inventarios para el ciclo en 37 días, siendo este indicador apropiado para mantener y mejorar el ciclo de caja del negocio.

Tabla 35. Rotación de cartera Proyectada

(Valores en millones)

	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos Operacionales	\$20.943	\$22.343	\$23.831	\$25.532	\$27.350
Cientes Nacionales	\$2.192	\$2.339	\$2.494	\$2.672	\$2.863
Rotación de cartera	10	10	10	10	10
Días Recaudo	38	38	38	38	38

Fuente: Elaboración propia con datos de la empresa y supuestos macroeconómicos

Para este indicador se toma el promedio de recuperación de cartera histórico, con el fin de mejorar y disminuir los días de recaudo, el cual históricamente venía aumentando y por ende para mantener un ciclo de caja eficiente con financiación de los proveedores es indispensable disminuirlo.

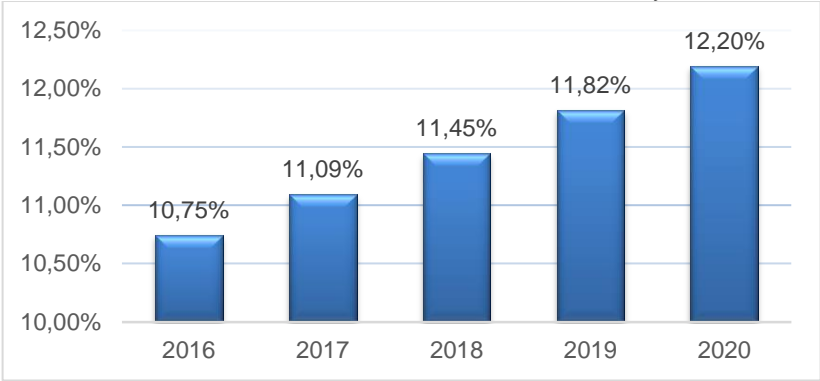
Tabla 36. Ciclo de caja proyectado

AÑOS	2016	2017	2018	2019	2020
CICLO DE CAJA	3	3	3	3	3

Fuente: Elaboración propia con datos de la empresa y supuestos macroeconómicos

Mejorando los dos indicadores anteriores como resultado el ciclo de caja proyectado mejora sustancialmente, al pasar de un ciclo de 84 días como termino el año 2015, a un ciclo operacional proyectado en 74 días promedio, y por ende el ciclo de caja ubicándose en 3 días, con relación a los 9 días del diagnóstico inicial, lo que indica que la empresa se financiaría en su totalidad con los proveedores, así disminuyendo su costo de adquirir en dado caso recursos financieros externos.

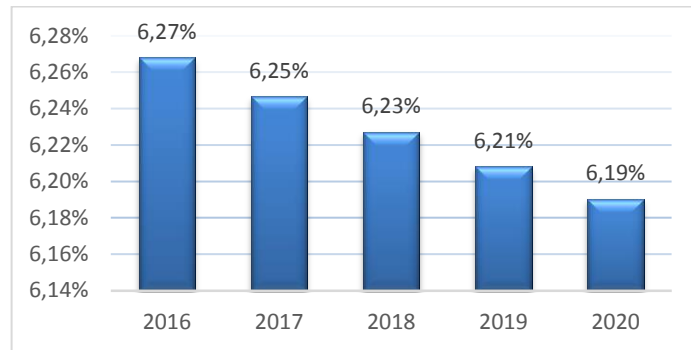
Gráfico 12. Rentabilidad del activo – ROA – Proyectado



Fuente: Elaboración propia con datos de la empresa y supuestos macroeconómicos

El indicador proyectado conserva su crecimiento anual como se observaba en el diagnostico histórico. Y en este orden la compañía está generando 11.31 centavos por cada \$ 1 invertido en el activo total en promedio teniendo en cuenta el comportamiento histórico.

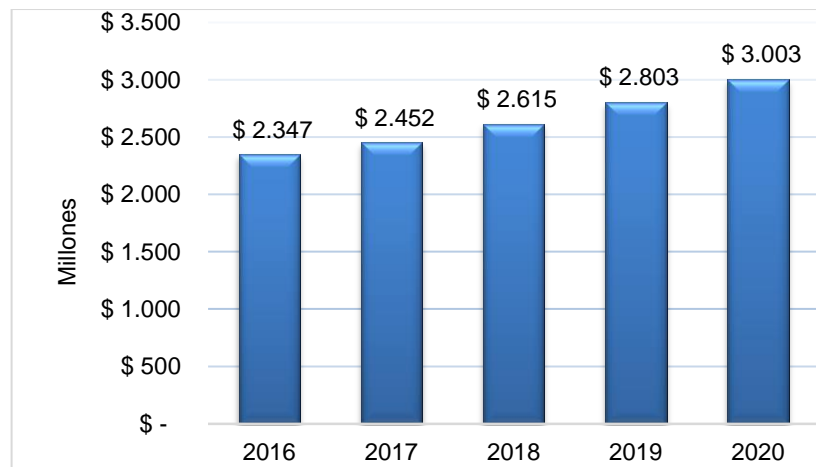
Gráfico 13. Productividad del KTNO Proyectado



Fuente: Elaboración propia con datos de la empresa y supuestos macroeconómicos

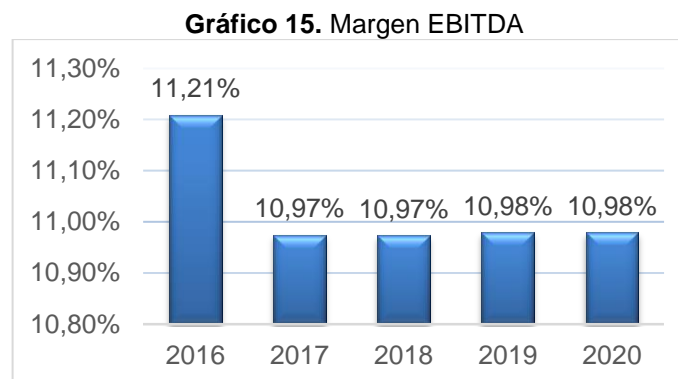
Para AJF FARMA S.A.S. en el periodo de 2016 a 2020 el inductor arrojó un mejoramiento pasando de un 6.27% a un 6.19% lo que quiere decir que la empresa necesita menos KTNO para aumentar sus ventas, y mejorando el indicador histórico el cual se ubicaba para el año 2015 en 7.85%.

Gráfico 14. EBITDA Proyectado



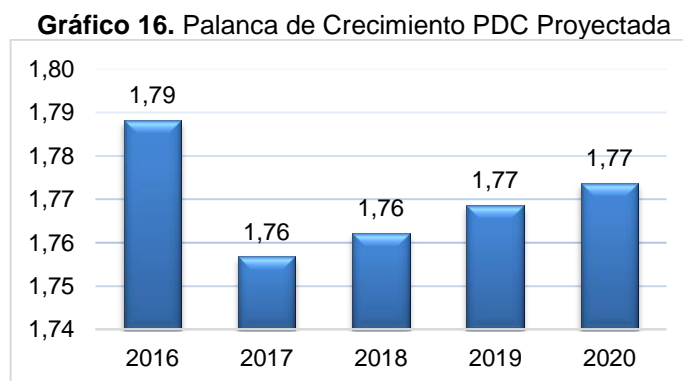
Fuente: Elaboración propia con datos de la empresa y supuestos macroeconómicos

El EBITDA continúa con su relación creciente durante los años proyectados, indicando la generación de un flujo efectivo de ingresos y de caja para atender la operación de la empresa, manteniéndola en los márgenes de crecimiento histórico.



Fuente: Elaboración propia con datos de la empresa y supuestos macroeconómicos

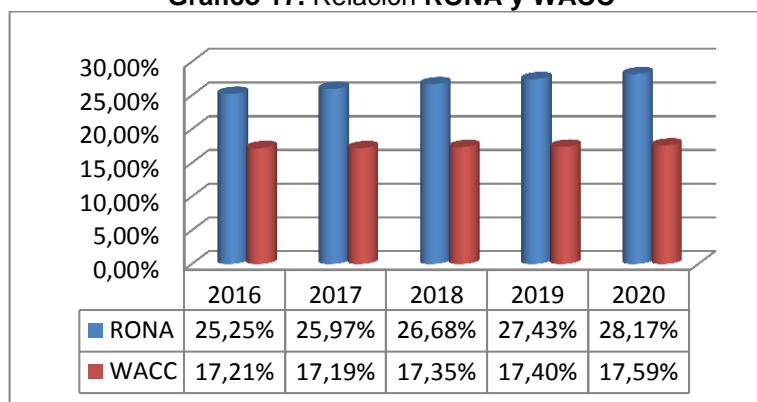
El margen EBITDA para la proyección del escenario realista continúa con una tendencia a la baja con un crecimiento leve al finalizar el ciclo.



Fuente: Elaboración propia con datos de la empresa y supuestos macroeconómicos

La PDC continúa su tendencia positiva a lo largo del ciclo proyectado con un indicador superior al 1. El KTNO está produciendo 1.77 veces el EBITDA para los años proyectados.

Gráfico 17. Relación RONA y WACC



Fuente: Elaboración propia con datos de la empresa y supuestos macroeconómicos

La comparación del RONA con el Wacc contiene la proyección en un estado positivo sobre la rentabilidad esperada por los inversionistas, y el costo promedio invertido en el capital por los accionistas.

- Valoración de la compañía:

Tabla 37. Valor de mercado de la empresa en el año cero

Sumatoria del valor presente de los flujos futuros	5.294.536.723
	+
Valor presente del valor terminal	6.031.701.298
	=
Valor de mercado de la empresa	11.326.238.021
	÷
Valor contable de los activos (año 0)	6.631.224.791
	=
Q de Tobin	1,71

Fuente: Elaboración propia con datos de la empresa

El principio fundamental de cualquier método para la valoración de empresas y más concretamente para asignar un valor a las acciones de una empresa, es que “se paga por lo que se espera recibir de lo que se compra”. Esto es aplicable a cualquier bien o servicio: su valor, para quien está dispuesto a pagarlo como

precio, sólo depende de las expectativas futuras, no de lo que ha ocurrido en el pasado³².

Existen diferentes métodos de valoración de empresas que pueden agruparse en: métodos basados exclusivamente en la información contable, que tratan de obtener el valor patrimonial de la empresa, métodos de los múltiplos y métodos basados en el descuento de flujos, que tienen en cuenta las expectativas futuras de la empresa. La elección del método de valoración depende de una serie de variables como son el objetivo perseguido en la valoración, la información disponible, si se trata de una empresa cotizada o no, el tamaño de la empresa o el sector de actividad³³. Para este caso, se ha realizado una valoración de empresas a través del método de flujo de caja libre descontado, el cual es el valor presente de los flujos futuros que se estima que ésta pueda generar en un período de tiempo determinado, más el valor actual del valor residual o valor estimado al final de dicho horizonte temporal.

Según resultado final de la valoración de la empresa AJF FARMA S.A.S., se puede observar a partir de la importancia dada por la relación Q de Tobin, la cual es ideada por James Tobin de la Universidad de Yale, premio Nobel de Economía, quien planteó la hipótesis de que la combinación del valor de mercado de todas las empresas en el mercado de valores debe ser aproximadamente igual a sus costos de reemplazo. La relación Q se calcula como el valor de mercado de una empresa dividido por el valor de reposición de los activos de la empresa. Por ejemplo, un Q bajo (entre 0 y 1) significa que el costo de reemplazar los activos de una empresa es mayor que el valor de sus acciones. Esto implica que la acción está infravalorada. Por el contrario, un alto Q (mayor que 1) implica que las acciones de una empresa son más caras que el coste de reposición de sus activos, lo que implica que la acción está sobrevalorada³⁴, lo cual se puede observar en la empresa valorada con un resultado presentado de la Q de Tobin de 1.7 expresa que es llamativa para futuros inversionistas en la misma, permitiendo el desarrollo y el crecimiento de AJF FARMA S.A.S.

³² FAUS, Josep. Gestión basada en el valor EVA frente a ECA.. Madrid, ES: Ediciones Deusto - Planeta de Agostini Profesional y Formación S.L., 2004.

³³ Finanzas corporativas en la práctica (3a. ed.). Madrid, ES: Delta Publicaciones, 2003..

³⁴ INVESTOPEDIA.Q Ratio (Tobin's Q Ratio) [en línea].
<<http://www.investopedia.com/terms/q/qratio.asp>> [citado en 02 de Julio de 2016].

Tabla 38. Valorización del patrimonio en el año cero

Sumatoria del valor presente de los flujos futuros	5.294.536.723
	-
Deuda financiera	898.040.307
	=
Valor de mercado del patrimonio	10.428.197.714
	-
Patrimonio contable	1.986.638.362
	=
Valorización patrimonio (monto)	8.441.559.351,59
Valorización patrimonio (N° veces)	5,25

Fuente: Elaboración propia con datos de la empresa

La gestión de la empresa esta soportada con la valorización del patrimonio haciéndose este más competitivo y en constante crecimiento atractivo para los inversores. La compañía ha valorizado su patrimonio en más de cinco veces llegando a \$8.442 millones y un valor de mercado del patrimonio de \$10.428 millones representando la deuda financiera el 7,93% del valor de mercado de la empresa.

- Simulación Montecarlo

La simulación de Montecarlo es un método no determinista que permite evaluar de forma numérica indirecta la generación de números aleatorios para analizar el comportamiento de las variables sensibles al modelo de valoración financiero.

Las variables analizadas para la aplicación de la simulación Montecarlo en la empresa AJF FARMA S.A.S. fueron valor de mercado de la empresa, valor de mercado del patrimonio, valorización del patrimonio en monto y número de veces, Q de Tobin, porcentaje del costo promedio y porcentaje promedio del ingreso operacional. En los inductores se tomaron el RONA, EVA, EBITDA, KTNO, WACC, ROE y PDC, estas últimas siete variables se tomaron de referencia del año 2020.

Para realizar la simulación se aplicó la aleatoriedad el porcentaje promedio del costo y del ingreso operacional. Para identificar los límites de esta variable costos se estableció el promedio histórico de la participación de los costos sobre los

ingresos operacionales (72.62%) y el promedio de la variación histórica (1.34%) fue la sensibilidad aplicada al valor de referencia.

Tabla 39. Variable costos en la simulación Montecarlo

	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
Part. Costos/Ing. Operac.	71,46%	71,76%	71,39%	73,14%	75,35%	72,62%
Variac. Costos		0,42%	-0,52%	2,45%	3,02%	1,34%

Fuente: Elaboración propia con datos de la empresa

Realizado el cálculo se establece que el límite inferior es 71.28% y el límite superior es 73.97%

Para tomar la variable participación promedio de los ingresos operaciones toma el promedio de la variación de crecimiento histórico de los ingresos operacionales como límite inferior 16.74% y para el límite superior se toma como referencia las expectativas de crecimiento promediado de la empresa para los años proyectados 19.20%.

Tabla 40. Variable ingresos operacionales en la simulación Montecarlo

	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
Variac. Ingresos Operac.		6,41%	10,13%	32,61%	17,82%	16,74%
	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio
Crecim. Ing. Operac	18,00%	20,00%	20,00%	18,00%	20,00%	19,20%

Fuente: Elaboración propia con datos de la empresa

La simulación parte del hecho de generar números aleatorios utilizando los límites establecidos con la fórmula:

$$Lim\ Inf + (Lim\ Super - Lim\ Inf) \times Aleatorio()$$

A continuación se afectan los números aleatorios en los datos de entrada del modelo, específicamente en el crecimiento de los ingresos operacionales proyectados y los costos proyectados afectados por la participación.

Por medio de la herramienta Microsoft® Excel se utiliza la opción análisis de hipótesis – Tabla de datos para las variables e inductores establecidos para el

análisis del comportamiento. Se simulan 1000 resultados y acto seguido se promedian.

Tabla 41. Promedio de mil simulaciones

	Promedio		Promedio año 2020
Valor de mercado de la empresa	15.705.458.080	RONA	32,75%
Valor de mercado del patrimonio	16.219.614.857	EVA	817.645.559
Valorización Patrimonio (Monto)	14.232.976.495	EBITDA	4.874.695.767
Valorización Patrimonio (N° Veces)	8,16	KTNO	2.685.766.499
Q de Tobin	2,37	WACC	17,81%
% Promedio Costo	72,62%	ROE	54,06%
% Prom. Crecimiento Ing. Operac.	17,98%	PDC	1,81

Fuente: Elaboración propia con datos de la empresa

Analizando los resultados obtenidos se puede afirmar que con las expectativas de crecimiento de la compañía la PDC puede llegar a 1,81 haciéndola mucho más atractiva y generadora de valor, factores como rentabilidad y buena liquidez soportando de nuevo la gestión empresarial y punto de referencia para establecer metas para cumplir la proyección y adicionalmente referente como valor de comparación con otras compañías del sector.

Se puede estimar que el valor de mercado de la empresa llegue a \$15.705 millones, \$16.220 valor del mercado del patrimonio y valorizarse el patrimonio en más de ocho veces.

CONCLUSIONES

Como resultado del diagnóstico financiero realizado a la empresa AJF FARMA S.A.S., es posible concluir que los indicadores de actividad, rentabilidad, inductores de valor, liquidez, endeudamiento y productividad en el periodo evaluado 2011 – 2015 tienen un crecimiento constante, solo hasta el año dos mil catorce que algunos indicadores como la productividad de capital fijo, rentabilidad del activo fijo, margen bruto y operativo se vieron afectados por la compra de la vivienda donde funciona actualmente la compañía.

La palanca de crecimiento PDC mantiene un comportamiento promedio en el mismo periodo evaluado del 1,72 siendo esta compañía atractiva en cuanto a crecimiento y generación de valor. El crecimiento en ventas, rentabilidad y una buena liquidez presentados en los estados financieros hacen que sea mayor que uno y de esta manera genera mejores resultados económicos, se puede afirmar que la gestión empresarial es efectiva y este indicador les sirve como punto de referencia para compararse con compañías del mismo sector. El valor económico agregado EVA es favorable para su situación financiera actual ya que después de deducir de sus ingresos la totalidad de los gastos, el costo de oportunidad de los accionistas y los impuestos cierra el año dos mil quince con \$416 millones de pesos y un crecimiento constante de dos mil doce al dos mil quince.

El EBITDA favorece la rentabilidad de la empresa marcando un buen flujo de caja disponible para atender sus obligaciones fiscales, de servicio de deuda, para inversión en capital de trabajo y reparto de dividendos a los accionistas y su indicador de KTNO arroja un buen resultado permitiendo a AJF FARMA S.A.S. contar con los recursos de capital de corto plazo necesarios para el normal funcionamiento de su estructura operativa de corto plazo.

La rentabilidad del patrimonio ROE favorece a la compañía, dada una media del 12% para el sector y en este orden la empresa reporta este indicador promedio durante el ciclo del 44%. Por lo que la capacidad administrativa de la empresa está generando buenos rendimientos al capital invertido por los accionistas. Este último y el RONA con crecimientos constantes de eficiencia y generando rentabilidad, se ubica por arriba del CPPC el cual promedio 18% en el periodo.

El modelo financiero realizado para la valoración de la compañía por medio del flujo de caja libre descontado y utilizando el modelo Gordon – Shapiro para determinar un crecimiento constante para los periodos proyectados estableciendo

un valor terminal y descontando los flujos de caja libre por medio del factor de valor presente con base año cero y de la misma forma descontando el valor terminal con el factor de valor presente de la misma base o del año dos mil quince como año cero, factor calculado con el CPPC y realizando esta sumatoria el valor de mercado de la empresa es de \$11.326 millones que al ser dividido por el valor contable de los activos para el año base establece una Q de tobin del 1,71 lo que afirma que esta sobrevaluada lo que es un resultado conveniente de llegarse a realizar una inversión productiva.

La valorización del patrimonio se establece en \$8.442 millones que comparada con el valor contable del patrimonio (\$1.987 millones), se puede afirmar que el patrimonio contable se ha valorizado 5,25 veces. Los resultados obtenidos explican la gestión de la compañía soportándola como empresa competitiva y en constante crecimiento y atractiva para posible inversores. Adicionalmente el valor del mercado del patrimonio deduciendo la deuda financiera es de \$10.428 millones, siendo representada la deuda financiera como 7,93% del valor de mercado de la empresa.

RECOMENDACIONES

El flujo de caja es positivo para todos los periodos proyectados, de esta manera es recomendable realizar inversiones con los excesos de liquidez y así generar un fuente de ingreso adicional, diferente al que genera el propio desarrollo de la actividad, o realizar una toma de decisiones estratégicas para el futuro crecimiento de la compañía.

Una base importante en el desarrollo del trabajo son los costos, los cuales se reflejan en un crecimiento superior al de las ventas a través de los años, es importante realizar seguimiento y control de las posibles negociaciones que está generando este fenómeno y reevaluar el manejo de costos y gastos de la compañía, para evitar a largo plazo márgenes decrecientes o efectos negativos en la generación de caja.

Existe un apalancamiento en proveedores, se genera como posible sugerencia que se disminuya a través herramientas como descuentos financieros, como beneficio para el desarrollo de la operación.

Se sugiere mantener un seguimiento constante a la rotación de cartera para mantener que el recaudo se mantenga, sin embargo es de notar que los volúmenes de cobro son altos y teniendo en cuenta que el apalancamiento en gran medida es con proveedores. Adicionalmente, la compañía genera confianza con un recaudo de cartera de 38 días en promedio que le permite atender a sus proveedores de forma inmediata y beneficiándose de descuentos de pronto pago, los cuales pueden trasladar a sus clientes vía descuento en la venta del medicamento.

Es recomendable para AJF FARMA S.A.S., realizar este tipo de ejercicios valorativos y de diagnóstico financiero de una forma regular, con el fin de acoplarlo al desarrollo de su plan estratégico, y monitorear de forma segura su posición en el mercado y compararlo con el de su competencia.

El canal de Call Center que actualmente aporta el 6% de los ingresos totales es una línea importante que le puede generar más ingresos operacionales y adicionalmente este servicio lo puede enfocar en gran medida a campañas en convenio con laboratorios como búsqueda de descuentos en el momento de la negociación de compra de medicamentos.

Se recomienda que los préstamos a socios no sean muy significativos en sus cuentas por cobrar ya que esto da una imagen poco favorable en el sentido de sacar liquidez de la empresa para estos créditos y dejar de utilizar estos recursos en capital de trabajo.

La importancia de la valoración financiera de la compañía radica en el seguimiento continuo para mantener un crecimiento constante y con bajo riesgo de pérdida de valor para los accionistas.

BIBLIOGRAFÍA

CÁMARA DE LA INDUSTRIA FARMACÉUTICA DE LA ANDI y FEDESARROLLO. Informe del Sector Farmacéutico [en línea], <<http://www.fedesarrollo.org.co/wp-content/uploads/Informe-Farmac%C3%A9utico-Julio-2015.pdf>>. Formas Finales Ltda. Bogotá. 2015. [citado el 22 de Junio de 2016]

CORFICOLOMBIANA. Investigaciones económicas, Sector farmacéutico [en línea]. < <http://www.corfivalle.com/Corfivalle/Repositorio/informes/archivo2262.pdf>> [citado en 17 marzo de 2016]

CORPORACIÓN UNIVERSITARIA DEL CARIBE. Diagnostico financiero [en línea], <<file:///C:/Users/LIZETTE/Downloads/DIAGNOSTICO%20FINANCIERO-DIAGNOSTICO%20FINANCIERO.pdf>>[citado el 17 de Junio de 2016]
CRUZ, Juan Sergio; NAVARRO, Julio Villarreal y ROSILLO, Jorge. Finanzas corporativas. Thomson. Bogotá. Colombia. S.F.

DAVIVIENDA, BANCOLOMBIA Y DANE. Promedio cifras proyectadas [en línea]. <<https://www.davivienda.com/wps/wcm/connect/51220845-cb05-487f-b27c-8fb40db30f22/Proyecciones+Variables+Macroeconomicas>,
http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/ipc/cp_ipc_dic15.pdf > [citado en 12 de Junio de 2016].

DEPARTAMENTO NACIONAL DE PLANEACION. Supuestos Macroeconomicos Generales Básicos [en línea].<https://www.dnp.gov.co/estudios-y-publicaciones/estudios-economicos/Paginas/supuestos-economicos.aspx>.2016. > [citado en 05 de Junio de 2016]

EL TIEMPO. Economía-Empresas-Negocio de las farmacéuticas en el país [en línea]. <<http://www.eltiempo.com/economia/empresas/negocio-de-las-farmaceuticas-en-el-pais/16560299>> [citado el 24 de junio de 2016]

ESTUPIÑAN, Rodrigo y GAITÁN, Orlando Estupiñan. Análisis financiero y de gestión. Ecoe ediciones. Bogotá. Colombia. 2006.

FAUS, Josep. Gestión basada en el valor EVA frente a ECA.. Madrid, ES: Ediciones Deusto - Planeta de Agostini Profesional y Formación S.L., 2004.
FEDESARROLLO. Informe del sector farmacéutico en Colombia [en línea], <<http://www.fedesarrollo.org.co/wp-content/uploads/Informe->

Farmac%C3%A9utico-Julio-2015.pdf>. Julio de 2015 [citado el 07 de Julio de 2016]

Finanzas corporativas en la práctica (3a. ed.). Madrid, ES: Delta Publicaciones, 2003.

GALINDO LUCAS, Alfonso. Fundamentos de valoración de empresas. Madrid, ES: B - EUMED, 2005.

GARCÍA SERNA. Oscar León. Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA. Digital Express Ltda. Medellín. Colombia. 2003.

INSTITUTO MEXICANO DE CONTADORES PÚBLICOS. Fundamentos de administracion financiera. IFAC. Mexico. 2000.

INVESTOPEDIA.Q Ratio (Tobin's Q Ratio) [en línea]. <<http://www.investopedia.com/terms/q/qratio.asp>> [citado en 02 de Julio de 2016]. JAENSCH, Gunter. Valoración de la empresa. Gustavo Gili SA. Barcelona. España. SF.

JARAMILLO BETANCOUR, Fernando. Valoración de empresas. Bogotá, CO: Ecoe Ediciones, 2009.

JARAMILLO VALLEJO, Felipe. Análisis financiero básico. Alfa omega. Bogotá. Colombia. 2003.

LÓPEZ, Francisco y LUNA, Walter. Valoración de empresas en la práctica. McGraw Hill. Madrid. España. 2001.

MARTIN, John D y PETTY, J.William. La gestión basada en el valor. Gestión. Barcelona. España. 2000.

MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO Y BANCOLOMBIA. Promedio cifras proyectadas [en línea]. <www.shd.gov.co, <http://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/>>[citado en 12 de Junio de 2016]

ORTIZ ANAYA, Héctor. Análisis financiero aplicado y principios de administración financiera, 14 Ed. Universidad Externado de Colombia. 2011.

ORTIZ, Hector y ORTIZ NINO, Diego A. Flujo de caja y proyecciones financieras con análisis de riesgo. Universidad Externado de Colombia. Bogotá. Colombia. 2015.

SILVA, Michael Stepanian y TIRADO RIVEROS, Andrés. Oportunidades y amenazas para el sector farmacéutico con la firma del TLC con los Estados Unidos [en línea].
<<http://repository.ean.edu.co/bitstream/handle/10882/4703/StepanianMichael2013.pdf?sequence=1>> Bogotá, D.C. 2013. Universidad EAN. [citado el 28 de Mayo de 2016]Pg 25.